Die Theorie der Wechselkurse in Deutschland

während der Jahre 1914 bis 1920

verglichen
mit Goschens Theorie von 1854

Inaugural-Dissertation

zur Erlangung der Würde eines doctor rerum politicarum
der hohen juristischen Fakultät der Universität Bern
vorgelegt

von

Rüdiger von der Goltz
aus **Wiesbaden**

Weinfelden
A.-G. Neuenschwander'sche Verlagsbuchhandlung
1925

Die Theorie der Wechselkurse in Deutschland

während der Jahre 1914 bis 1920

verglichen
mit Goschens Theorie von 1854

Inaugural-Dissertation

zur Erlangung der Würde eines doctor rerum politicarum
der hohen juristischen Fakultät der Universität Bern
vorgelegt

von

Rüdiger von der Goltz
aus **Wiesbaden**

Weinfelden
A.-G. Neuenschwander'sche Verlagsbuchhandlung
1925

R. UNIV.
BIBLIOTHEEK
LEIDEN

Druck der A.-G. Neuenschwander'sche Buchdruckerei in Weinfelden

Inhaltsverzeichnis.

Seite

Erstes Kapitel.

Einleitendes: Die Grenzen der beabsichtigten Darstellung. Die Theorie Goschens als Vergleichspunkt. Das «Milieu» 7

Zweites Kapitel.

Die Theorie Goschens 9

Drittes Kapitel.

Die Entwicklung der Wechselkurstheorie in Deutschland während der Jahre 1914 bis 1920 13

Erstes Stadium: Herrschaft einer Art Drittelsdeckungstheorie einerseits, der Zahlungsbilanztheorie andrerseits. (S. 13 ff.)

Zweites Stadium: Beginnende Desorganisation der bisherigen Theorie. (S. 17 ff.)

Drittes Stadium: Ersetzung obiger Drittelsdeckungstheorie durch die Quantitätstheorie bei extremer Formulierung für den aktuellen Fall; Ersetzung der zahlungsbilanztheoretischen Kriegswechselkurserklärung durch eine inflationistische. (S. 20 f.)

Viertes Stadium: Verarbeitung der alten und neuen Gedankengänge zu einer neuen Theorie. U. a.: Kritik der Quantitätstheorie nebst Vertiefung der Inflationstheorie; Deutung der Zahlungsbilanz, resp. Forderungsbilanz, als Mittel zur Verwirklichung der Wechselkursursachen; Charakterisierung dieser Ursachen (das ist insbesondere Zufall und Geldwertänderung) durch die Wechselkursbewegungen; Analyse dieser Bewegungen als Bewegungen des Pari und um das Pari; Nachweis der Unerklärbarkeit der Kriegswechselkursbewegung durch eine Passivität der Zahlungs- und Forderungsbilanz nebst Erkenntnis dieser Bewegung als Paribewegung; Definition des Pari als Kaufkraftparität. (S. 22 ff.)

Viertes Kapitel.

Vergleich zwischen der Theorie Goschens und dem Ergebnis obiger theoretischer Entwicklung 48

Vorbemerkung über den Bilanzbegriff in der Wechselkurstheorie. (S. 48 f.)

Die Theorie Goschens. (S. 49 f.)

Das Ergebnis der theoretischen Entwicklung von 1914 bis 1920. (S 50 ff.)

Vergleich. (S. 54 ff.)

Literaturverzeichnis.

Bendixen: Das Inflationsproblem. (Stuttgart 1917.)

— — Die Bestimmungsgründe der intervalutarischen Kurse. (Weltwirtsch. Archiv 13. Bd., 1918, S. 65 ff.)

Bernhard: Die Politik der Reichsbank im Kriege. (Archiv f. Soz.-Wiss. u. Soz.-Pol. 40. Bd., 1915, S. 43 ff.)

Bonn: Zum Währungsproblem im Kriege. (Frank. Ztg. vom 30. 8. 1916, Nr. 240.)

Budge: Zur Frage der Bankrate und des Geldwertes. (Archiv f. Soz.-Wiss. u. Soz.-Pol. 44. Bd., 1917/18, S. 214 ff.)

Buff: Die auswärtigen Wechselkurse im Kriege. (Archiv f. Soz.-Wiss. u. Soz.-Pol. 43. Bd., 1916/17, S. 504 ff.)

Cassel: Deutschlands wirtschaftliche Widerstandskraft. (Berlin 1916.)

— — Das Geldproblem der Welt. (München 1921.)

Diehl: Ueber Fragen des Geldwesens und der Valuta. (Jena 1918.)

van Dorp: Die Bestimmungsgründe der intervalutarischen Kurse. (Weltwirtsch. Archiv 15. Bd., 1919/20, S. 29 ff.)

Federn: Hinauf mit den Bankraten! (Archiv f. Soz.-Wiss. u. Soz.-Pol. 42. Bd. S. 202 ff.)

Goschen: Theorie der auswärtigen Wechselkurse. (Uebersetzung von Dr. F. Stöpel, Frankfurt a. M. 1875.)

Judik: Inflation und Wechselkurse. (Weltwirtsch. Archiv 11. Bd., 1917, S. 463 ff.)

Kahn: Unsere Valutasorgen. Ursachen, Wirkungen und Heilmittel. (Leipzig 1917.)

Kellenberger: Wechselkurs und Zahlungsbilanz im Krieg und Frieden. (Zürich 1919.)

— — Ueber die Aufhebung der Barzahlung in England 1797 und ihre Folgen. (Jahrb. f. Nat.-Oek. u. Stat. 15. Bd., 1916.)

Liefmann: Die Valutarückgänge im Weltkriege. (Weltwirtsch. Archiv 12. Bd., 1918, S. 13 ff.)

— — Die Geldvermehrung im Weltkrieg. (Stuttgart 1918.)

— — Die Bestimmungsgründe der intervalutarischen Kurse. (Weltwirtsch. Archiv 13. Bd., 1918, S. 429 ff.)

Prion: Inflation und Geldentwertung. (Berlin 1919.)

Schmidt: Die Beherrschung der Wechselkurse. (Weltwirtsch. Archiv 13. Bd., 1918 S. 531 ff.)

— — Internationaler Zahlungsverkehr und Wechselkurse. (Leipzig 1919.)

Wicksell: Hinauf mit den Bankraten! (Archiv f. Soz.-Wiss. u. Soz.-Pol. 41. Bd., 1916, S. 745 ff.)

Die Verwaltungsberichte der Reichsbank aus der Betrachtungszeit.

Digitized by the Internet Archive
in 2026

https://archive.org/details/IA41549603_0011

Erstes Kapitel.

Die von uns beabsichtigte Darstellung der durch den Weltkrieg in Deutschland veranlaßten Wandlung in den Anschauungen von der Wechselkursentstehung hat im Jahre 1914 den gegebenen Ausgangspunkt. Beschlossen sei sie mit dem Jahre 1920, weil der Stand der Theorie zu jener Zeit einen gewissen Abschluß für die 1914 begonnene Entwicklung bietet.

Bezüglich unserer Methode verweisen wir auf die Notwendigkeit, unter Außerachtlassung einer Unzahl von Aeußerungen nur wenige beispielhafte Darlegungen vorzuführen. An entscheidender Stelle werden wir dabei nichtdeutsche Autoren reden hören, die entweder, weil sie deutschsprachig publizierten, oder wegen des Widerhalls, den sie — übersetzt — in Deutschland fanden, für die Entwicklung der Theorie in Deutschland deutschen Autoren gleichzuachten sind. Im übrigen ist es uns, wie wir betonen, mehr darum zu tun, die Entwicklungslinie aufzuzeigen, als Urheberrechten kritisch nachzugehen.

Um das theoretische Ergebnis der von uns betrachteten Entwicklung historisch einzuordnen und zu messen, stellen wir es Goschens «Theorie der auswärtigen Wechselkurse» von 1854 als der bekanntesten und wichtigsten Darlegung der Vergangenheit vergleichend gegenüber.

Einleitend tun wir schließlich gut, uns zu vergegenwärtigen, unter welchen allgemeinen Umständen die Wiederaufrollung der Valutafrage während des Weltkrieges vor sich ging. Einmal entstammten die Wortführer einer Generation, der diese Frage einigermaßen aus dem Gesichtskreis verschwunden war, weil sie sich für lange Jahrzehnte infolge der allgemeinen Wohlhabenheit der Welt fast von selbst geregelt hatte: Man sah, da die Verhältnisse zu einer Belastung der Währungen und Wechselkurse keinen Anlaß

boten, mit wenigen Ausnahmen über eine beim Vorhandensein der internationalen Goldwährung praktisch ausreichende Theorie der Wechselkursentstehung nicht hinaus. War man daher offenbar schon nicht geübt, die veränderten Verhältnisse der Kriegszeit als solche zu erkennen, so lag es überdies während des Krieges in dem Wunsch der Staaten, daß viele grundsätzliche Veränderungen nicht beachtet würden, damit man kräftiger erschiene, als man war, — was es natürlich in der Kriegszeit sehr erschwerte, über die Valutafrage als über eine Frage nationalen Ansehens sachlich zu verhandeln.

Auf diese Weise werden wir die nur infolge des aktuellen Falles wieder aufgerollte allgemeine theoretische Frage nach der Wechselkursentstehung lange traditionslos und tastend behandelt und ganz an die Erklärung eben jenes aktuellen Falles gebunden finden, für dessen Erklärung man lange Zeit ein zureichendes Rüstzeug weder besaß, noch auch oft besitzen wollte.

Zweites Kapitel.

Da wir die Theorie Goschens als Gradmesser der heutigen Meinungen benutzen wollen, betrachten wir sie zunächst, um uns dann auf der Kurve der vom Weltkrieg veranlaßten Aeußerungen von ihr fort und wieder zu ihr hin zu bewegen und festzustellen, inwiefern sich diese Kurve schließlich auch mit ihr berührt. Dabei nehmen wir Goschen als eine feste Größe, ohne auf die Herkunft und Vergangenheit seiner Meinungen weiter einzugehen. Wir bemerken ferner gleich, daß man den Namen Goschen in der hier zu besprechenden Literatur unserer Zeit nur auf das sparsamste, sozusagen gar nicht herangezogen findet, daß wir vielmehr, wie bereits erwähnt, die Theorie seit 1914 sehr unbeschwert von Beziehungen auf die Theorie der Vergangenheit fast nur an der Hand des aktuellen Wechselkursproblems einen Standpunkt werden suchen sehen. Goschens Werkchen über die «Theorie der auswärtigen Wechselkurse» (zitiert nach der Uebersetzung von Dr. F. Stöpel, Frankfurt a. M., 1875) enthält im vierten Kapitel das Wesentliche seiner Theorie.

Indem er zunächst einmal klarheitshalber alle Wechsel als Sichtwechsel und als in einer identischen Münze ausgestellte Papiere ansieht, erklärt er «die erste Differenz» im Werte der Wechsel dadurch, daß «entweder der Betrag der Guthaben eines Landes den Betrag der von demselben Lande eingegangenen Verbindlichkeiten» übersteige, «oder aber das Gegenteil der Fall» sei (S. 41 ff.). Im ersten Falle würden die Exporteure «im Verkauf ihrer Tratten konkurrieren und eine geringere Summe annehmen, als die durch das Pari dargestellte»; im entgegengesetzten Falle würden die Importeure, «sobald es ein Papier zu kaufen gibt, einer den andern überbieten und eine Prämie zahlen, um es sich zu verschaffen». In beiden Fällen sei das, was man zu vermeiden suche, «der Transport baren

Geldes samt allen den damit verbundenen Opfern». «Der Belauf der Prämie oder aber des Verlustes» sei dabei naturgemäß durch die Kosten des Transports von barem Geld begrenzt und wachse bei sonst gleichen Verhältnissen nur in Fällen ganz besonderer Dringlichkeit vorübergehend über sie hinaus (siehe a. a. O., 2. Aufl., das Beispiel des Jahres 1861, da die amerikanischen Exporteure, um sofort Bargeld zu erhalten, ihre Wechsel auf Europa bestens abstießen, statt Goldtransporte abzuwarten). Hätten wir bisher nun alle Tratten so betrachtet, als seien sie «nach Sicht» zu zahlen, so stimme das für «die unendliche Mehrzahl» nicht. Daraus ergebe sich «die Einführung zweier neuer Elemente in die Bestimmung ihres Wertes»: des Abzuges, «der auf den Preis zu machen ist, weil der mit barem Geld anzukaufende Wechsel erst nach Verlauf einer gewissen Zeit zahlbar wird», — und des Vertrauens des Wechselkäufers, «daß Aussteller und Akzeptant» bis zur Verfallzeit «zahlungsfähig bleiben werden». Dergestalt würden «der Zinsfuß in demjenigen Lande, auf das der Wechsel gezogen ist», sowie «der Stand des Kredits in den beiden Ländern bestimmende Elemente des Wechselkurses».

Wenn indessen eine «ganze Nation in Mißkredit» gerate, so sei dies Moment für die Erklärung der Wechselkurse nicht zu überschätzen, weil dann «im allgemeinen viele andere Ursachen» die Wechselkurse drückten, wobei es schwer sei, den verhältnismäßigen Einfluß dieser verschiedenen Ursachen zu bestimmen. Welche Wirkung insbesondere habe man neben den bereits betrachteten Wertelementen einem andern, noch zu prüfenden: der Entwertung der Umlaufsmittel, beizumessen?

«Die Basis der Regulierungen durch Wechselbriefe» sei bekanntlich «die Zahlung einer Summe Geldes an einem Orte zu dem Zwecke, an einem andern Orte das Aequivalent derselben Summe zu erhalten» (S. 53 ff.). Wenn in den beiden Ländern reine Goldwährung bestehe, sei die Berechnung dessen, was man als Aequivalent oder Pariwert bezeichnen könne, «verhältnismäßig leicht»; sie werde dann mit der Komplizierung der Währungen immer schwieriger, bis man, wenn in dem einen oder dem andern der beiden Länder ein unbegrenzter oder uneinlösbarer Papierumlauf bestehe, «vollständig» an der Erreichung zuverlässiger Resultate «verzweifeln» müsse.

Goschen erklärt zur Erkenntnis der hier den Wechselkurs regierenden Gesetze dies: In einem Lande mit einem ausgedehnten Umlauf uneinlösbaren Papiers gäben die edlen Metalle ihre Funktion als Umlaufsmittel auf und würden Ware wie jede andere auch. Und wenn «infolge übermäßiger Emissionen von Papiergeld ein allgemeiner Preisaufschlag» eintrete, so steige eben «der Preis des nach Papiergeld gemessenen Goldes» (und damit auch der der Goldmünzen der normalen Auslandswährungen) entsprechend mit. Damit sei ein Einfluß auf die auswärtigen Wechselkurse von «einer viel größeren Kraft» «als alle bisher besprochenen» nachgewiesen, wobei jedoch die von ihm hervorgerufenen Fluktuationen «nur scheinbar» seien und für den Wechselkäufer «weder den gleichen Gewinn, noch den gleichen Verlust... wie die oben besprochenen» enthielten. Wenn nämlich die Billigkeit der Wechsel eines Landes das Resultat einer Entwertung seines Geldes sei, so habe der ausländische Käufer dieser Wechsel keinen Vorteil, weil «die Kaufkraft der größeren Nominalsumme», die er jetzt für sein bares Geld, sein Gold empfängt, «nicht größer» sei «als die Kaufkraft der geringeren Summe, die er früher erhielt». Unbeeinträchtigt davon, daß die eben gemachte Voraussetzung eines allgemeinen und proportionalen Preisaufschlages nicht ganz der Wirklichkeit entspreche, könne man also sagen, daß im Falle einer Geldentwertung «die Wechsel auf ein gegebenes Land» im Preis «genau in demselben Verhältnis» schwankten, «wie alle käuflichen Artikel einschließlich des Bargeldes». Ueber dieses Verhältnis hinaus wirke «die Entwertung der Zirkulationsmittel» auf die Wechselkurse nicht, denn dann finde Goldversendung statt.

Was aber werde nun geschehen, falls die Ausfuhr von barem Gelde aus dem mit einem entwerteten Umlaufsmittel belasteten Land verboten, oder falls es unmöglich sei, Gold zu kaufen, — sei es, weil das Gesetz eine Prämie zu zahlen verbiete, sei es, weil in der Tat alles bare Geld verschwand (S. 64 ff.)?

Es scheine, daß dann «der relative Wert» des Papier- und des baren Geldes kein Wertkurselement mehr sei: Angebot und Nachfrage bestimmten allein den Preis, und wenn, wie dann meist, der Betrag der Ausfuhren des betr. Landes den Betrag der Einfuhren nicht erreiche, so gebe es theoretisch

keine Grenze, die den Preis der Wechsel fixiere. Indessen sei die Frage möglich, wie in diesem Fall der Wechselkurs sich stellen werde, «wenn in einem Moment die Ein- und Ausfuhren sich die Wage halten». Der «natürliche Wert der Wechsel» sei in jenem Augenblick ihr Nennbetrag in guter alter Währung, «abzüglich der Depreciation», der in dem betr. Lande selber diese Währung unterliege. Die Möglichkeit genauer Berechnungen auf dieser Basis wird jedoch abgelehnt, weil es «niemals ein genaues Gleichgewicht» zwischen Aus- und Einfuhr gebe, und «ein wachsendes Uebergewicht der Schulden» den Wert eines solchen Wechselkurses «fort und fort» vermindere.

Wir werden auf all das später kritisch und vergleichend noch zurückzukommen haben, nachdem vorher die valutatheoretische Entwicklung in der Kriegs- und ersten Nachkriegszeit von uns betrachtet ist.

Drittes Kapitel.

Wenn wir uns vorsetzten, die Entwicklung der Anschauungen über die Wechselkursentstehung in Deutschland für die Kriegszeit und eine gewisse erste Nachkriegszeit zu zeichnen, so denken wir dabei zwanglos chronologisch vorzugehen und aus der Betrachtung der gewählten Beispiele die allmähliche Erkenntnis des aktuellen Falles und die alsbald daran geknüpfte allgemein theoretische Besinnung Stadium für Stadium erstehen zu lassen.

Wir beginnen, da es sich so von selbst ergibt, zur Schilderung des ersten Stadiums, d. i. der im Anfang unserer Betrachtungszeit herrschenden Betrachtungsweise, mit einer Aeußerung der Reichsbank. Ihr Verwaltungsbericht für 1915 gibt folgende Darstellung der damaligen wirtschaftlichen Lage Deutschlands: «Die Heeresverwaltung als hauptsächlicher Arbeitgeber» bewirke durch ihren Bedarf «eine fortschreitende Abnahme der Lagerbestände, einen raschen Absatz der erzeugten Fabrikate, sowie einen schnellen Verbrauch der neugewonnenen Rohstoffe» und übe «damit auf die Gestaltung der Verhältnisse am Geldmarkt fortgesetzt einen über die Erwartung günstigen Einfluß» aus.

«Eine eigenartige Neugestaltung» des Kreditwesens «gehe damit Hand in Hand»: An Stelle des Friedenskreditbedarfs privater Arbeitgeber sei «in großem Umfang der Kreditbedarf des nunmehrigen größten Arbeitgebers, des Reichs» getreten. Der Reichsbank durch Diskontierung von Reichsschatzanweisungen zunächst entnommen, werde der Kredit dann durch Auflegung langfristiger Kriegsanleihen auf den Kapitalmarkt übertragen.

Nachdem weiter die in die Berichtszeit fallende Erhöhung des Notenumlaufs u. a. durch Verteuerung der Lebenshaltung erklärt, und — kommentarlos — eine andauernd gewaltige Stei-

gerung der Giroumsätze der Reichsbank «namentlich für öffentliche Rechnung» zugestanden ist, wird der Reichsbankdiskontsatz von 5% ausdrücklich als nicht zu hoch entschuldigt und über die auswärtigen Wechselkurse ausgeführt, daß, wenn sie im Berichtsjahr «eine ungünstige Bewegung» zeigten, dies abgesehen von feindlicher Spekulation «ausschließlich» zusammenhinge «mit den durch den Kriegszustand verursachten Veränderungen und Erschwerungen des internationalen Zahlungsausgleichs».

Damit haben wir bereits den Typus der offiziellen Meinung für die ganze Kriegszeit (auch von Ministern, z. B. Staatssekretär Dr. Helfferich in den Reichstagssitzungen vom 10. März und 20. August 1915, und öffentlichen Körperschaften erhalten wir das gleiche Bild) und zugleich die unbestritten herrschende Meinung für die Anfangszeit des Krieges festgestellt.

Zunächst sei obige Aeußerung der Reichsbank zur vertieften Einsicht in das Verhältnis dieser herrschenden Meinung erstens zur Kriegskredit- und Währungsfrage und zweitens zur Frage der Wechselkurse durch die Darlegungen zweier bekannter Publizisten noch ergänzt.

Bezüglich der ersten Frage betrachten wir die im Archiv für Soz.-Wiss. und Soz.-Pol. (Jahrg. 1915, S. 43 ff.) von Bernhard veröffentlichte Betrachtung zur «Politik der Reichsbank im Kriege». Wir hören dort: Um die für den Kriegsfall durch Goldausfuhr oder Notendruck drohende Unterschreitung der Dritteldeckung zu vermeiden, habe die Reichsbank mit goldanziehenden, sowie golderhaltenden Maßnahmen ihre Mobilmachung vorbereitet und durchgeführt. Weil der Goldbestand indessen (nebst den Reichskassenscheinen) trotzdem nicht genügte, um den zu erwartenden großen Kreditbedarf von Reich und privater Wirtschaft zu fundieren, habe sich die Reichsbank zielbewußt in die Lage versetzt, unter Aufrechterhaltung der Drittelsdeckung eine erweiterte Notenausgabe vorzunehmen. Zunächst habe man die Drittelsdeckungsbasis beliebig dehnen können, und zwar ohne gegen das Prinzip der Wechselunterlage zu verstoßen, indem man «Wechsel, die das Reich verpflichten», als Notendeckung gesetzlich anerkannte; dann habe man, indem man die deutsche Privatwirtschaft ihrerseits durch das Darlehenskassengesetz mobilisierte, dies «neu und grund-

sätzlich interessant» für die Mobilmachung der Reichsbank mitbenutzt, indem man die Darlehenskassenscheine als Bardeckung der Reichsbanknoten habe gelten lassen: Je mehr Darlehenskassenscheine also ausgegeben würden, desto «aktiver» sei die Reichsbank; «ihre Notenkapazität» gewinne «eine unerhörte Vermehrung».

Für die Stellung zum Problem der Wechselkurse diene als Beispiel ein sehr interessantes Schriftchen von Kahn (Unsere Valutasorgen. Ursachen, Wirkungen und Heilmittel. Leipzig 1917). Kahn gibt uns zunächst die genaue Formulierung der Theorie, die dem in obiger Darstellung der Reichsbank angetroffenen Urteil über die deutschen Kriegswechselkurse zugrunde liegt. Danach (a. a. O. S. 9 ff.) ist das ausschlaggebende Verhältnis für die Wechselkurse zweier Länder ihre sog. Zahlungsbilanz, welche die tatsächlich zu Zahlungen führenden Teile der sog. (neben der alten Handelsbilanz auch Schiffahrt, Kapitalverkehr usf. enthaltenden) Forderungsbilanz erfasse. Dabei habe ein Land mit «ungünstigen» Wechselkursen eine «passive» Zahlungsbilanz (im gewöhnlichen privatwirtschaftlichen Sinn der Worte «aktiv» und «passiv»; d. Verf.). Sei eine solche passive Zahlungsbilanz «auf vorübergehende finanztechnische Ursachen» (das will wesentlich besagen: auf ein zufälliges Zusammenfallen von Schuldterminen, ein Auseinanderfallen der beiderseitigen Zahlungstermine) zurückzuführen, so werde die Wiederherstellung «normaler» Wechselkurse durch entsprechende Regelungsmaßnahmen leicht zu erreichen sein; falle aber die passive Zahlungsbilanz zusammen mit einer «passiven Forderungsbilanz», so würden einschneidendere Maßnahmen, wie «Einschränkungen in der Einfuhr», «Förderung der Ausfuhr» nötig.

Seien nun unter diesen theoretischen Voraussetzungen in Friedenszeiten bei der internationalen Goldwährung die Wechselkursbewegungen auf die Spanne innerhalb der Goldversendungspunkte beschränkt gewesen, so hätten bei Kriegsbeginn die Goldausfuhrverbote diese Begrenzung aufgehoben und also eine Bewegung über jene Punkte hinaus ermöglicht. Dabei ergäben sich für die Entwicklung der Wechselkurse Deutschlands folgende besondere Verhältnisse: Die Grundtatsache bedeute die englische Blockade, durch die in Gemeinschaft mit der Waren-

knappheit im Inland und den Ausfuhrverboten die deutsche Ausfuhr sehr vermindert sei. Dabei habe Deutschland für den Ausgleich seiner (durch fortdauernde, wenn auch gleichfalls verringerte Einfuhr entstehende) Auslandsverschuldung über Wertpapier und Goldausfuhr, sowie Auslandskredite nur in bescheidenem Maß verfügt. Mißverhältnis von Ein- und Ausfuhr sei also der «grundlegende» Anlaß des deutschen Valutaniedergangs. Dementsprechend fordert Kahn abschließend «mindestens» die Normalität, «möglichst sogar» die Aktivität der Zahlungsbilanz als wesentliches Heilmittel für die deutschen Wechselkurse (a. a. O. S. 68).

Fassen wir nun diese drei Darstellungen nach ihrer rein theoretischen und nach ihrer aktuellen Seite zusammen, so ergibt sich folgendes:

Ausgehend von der Auffassung, daß die für die Intakterhaltung der Währung wesentliche Voraussetzung die Wahrung der gesetzlichen Drittelsdeckung sei, hält die Reichsbank jedes Mittel zur Befriedigung des Kriegskreditbedarfs von Staat und Volkswirtschaft für recht und angemessen, solange dabei jene Drittelsdeckung auf irgendeine Weise, und sei es auf den seltsamsten Umwegen, aufrecht erhalten bleibt (vgl. oben Bernhard).

Dies vorausgesetzt, bietet die Wirtschaft Deutschlands folgendes Bild: Die Grundtatsache ist der Kriegsbedarf des Staats, der verschlingt, was nur vorhanden ist. Die dagegen mit Noten oder Giroüberweisung (auf Grund von für den Staat infolge des niedrigen Diskonts billigen Staatswechseldiskontierungen bei der Reichsbank) geleisteten Zahlungen veranlassen eine lebhaft begrüßte Flüssigkeit am Geldmark, ein rasches Entstehen von Kapitalien, welche, wie gesagt wird, dem Staat in Form von Kriegsanleihen wieder zufließen und dann also für die Volkswirtschaft Vermögen sind (vgl. hierfür später Liefmann). Alles das drückt sich aus in einem kommentarlos festgestellten, riesig steigenden Giroverkehr bei langsamerem, u. a. durch die Teuerung, also den Warenmangel motiviertem Anwachsen des Notenumlaufs (vgl. oben Reichsbank).

Demgegenüber werden die sinkenden Wechselkurse theoretisch abhängig gemacht von der Zahlungsbilanz, als von dem für sie entscheidenden Verhältnis. Diese Zahlungsbilanz

sei passiv geworden (nicht infolge eines Zufalls, was der unbedenklichere Fall gewesen wäre, sondern) infolge des durch den Krieg bedingten Mehrimports, d. h. also der passiv gewordenen Handelsbilanz, die sich wegen des Mangels von Krediten usw. zu einer passiven Forderungsbilanz ausgewachsen habe. Die aus diesen Gründen sinkenden Wechselkurse hätten dabei den unteren Goldpunkt überschreiten können, weil dieser infolge der Goldausfuhrverbote seine hemmende Wirkung verloren habe. Die Heilung der Wechselkurse wird konsequenterweise erwartet allein von der Beseitigung des kriegsbedingten Mehrimports, resp. einem Mehrexport (vgl. oben Kahn).

Die isolierte Betrachtung des Güter- und Zahlungsverkehrs zwischen In- und Ausland, d. h. die Beschränkung der Wechselkurstheorie auf die Zahlungs- resp. Forderungsbilanz einerseits, sowie andererseits die auf der gewahrten Drittelsdeckung beruhende Vertrauensseligkeit der Währung gegenüber zeigt sich also in diesem ersten Stadium als das Hindernis, alle aus der wirtschaftlichen Lage sich ergebenden Erklärungsmöglichkeiten in der Art von Goschen zunächst einmal zu sehen und dann auf ihre Anwendbarkeit im gegebenen Fall zu prüfen. Die Betrachtungen über die verschiedenen Gebiete des Geldwesens im Kriege, über das der Kriegsfinanzierung, über das der Währung und das der Wechselkurse liegen unverbunden beieinander. Daß auch die Politik an dieser Stellungnahme Anteil hat, ist, wie bemerkt, wahrscheinlich. Indessen kann sie nicht verhindern, daß eines Tages eine andere Meinung auftritt und im Handumdrehen eingebürgert ist.

Buffs im Archiv für Soz.-Wiss. und Soz.-Pol. (Bd. 43, 1916/17, S. 504 ff.) abgedruckte, im Mai 1916 bereits als Vortrag dargebotene Abhandlung über «Die auswärtigen Wechselkurse im Kriege» ist ein erstes Dokument für den Beginn einer Standpunktsänderung, welchen Beginn wir als ein zweites Stadium bezeichnen wollen. War der Anlaß der während des Krieges «ungünstigen Gestaltung der auswärtigen Wechselkurse» Deutschlands den bisherigen Autoren durchaus nicht zweifelhaft, so ist er jetzt Problem: «Ist diese Gestaltung hervorgerufen durch die Veränderungen und Erschwerungen des internationalen Zahlungsausgleichs», oder steht sie «nicht vielmehr in engem Zusammenhang mit dem inneren Wert» der

deutschen Währung und «mit der Stärke» der deutschen «finanziellen Lage»? (S. 505.) Um diese Frage zu beantworten, verlegt Buff die «Voraussetzung» (vgl. S. 539) für die Kriegswechselkursbewegungen in das Verhältnis der betr. Währungen zueinander. Er erkennt dabei (S. 506) zwischen «gebundenen» Währungen (d. h. solchen, deren Wertbewegung mit der eines dritten Gegenstands — etwa Gold — verbunden ist) ein «sog. Wechselpari», welches bei einer Bindung der Währung an Metall dem «Münzpari» entspreche; ferner erkennt er bei solchen gebundenen Währungen «je nach Angebot und Nachfrage» Abweichungen beschränkten Grades (also z. B. bei der an Gold gebundenen Währung innerhalb der Goldversendungspunkte) von dieser Parität. Dagegen bestehe «zwischen freien Währungen untereinander oder zwischen gebundenen und freien Währungen» «keinerlei Parität» (S. 508), wobei zwischen Währungen solcher Art die Schwankungen «keine Grenze» hätten. Wiche nun z. B. der deutsche Wechselkurs während des Krieges gegenüber den neutralen Ländern derartig stark vom Münzpari ab, daß der obere Goldpunkt seit langem überschritten sei, so komme das daher, daß sich die deutsche Währung aus einer gebundenen in eine freie verwandelt und ihr «Wechsel- bzw. Münzpari» (S. 510) verloren habe. Hierin ist, für uns zum ersten Male, der Hinweis enthalten auf das Nichtmehrvorhandensein der alten auf dem Golde beruhenden Wechselparität der deutschen Währung in Verbindung mit der offenbaren Meinung, daß die deutsche Währung nicht nur nicht die alte, sondern, als eine nunmehr freie, überhaupt keine Wechselparität mehr besitze; und ferner implicite die Darlegung zweier Arten von Wechselkursbewegungen, d. i. erstens eine solche engeren Grades um eine bestehende Parität herum und zweitens eine unbegrenzte, dann nämlich, wenn eine Parität nicht oder nicht mehr vorhanden sei. Behalten wir, ohne jetzt weiter darauf einzugehen, diese Auffassung als den Auftakt einer theoretischen Fortentwicklung im Gedächtnis. Nach dieser Schilderung der von ihm sog. «Voraussetzung» geht Buff nunmehr auf die «Ursachen» ein, welche unter jener «Voraussetzung» den Verlust des «früheren Normalzustands» herbeigeführt hätten (S. 511 ff.). Die «Hauptursache» (vgl. S. 539) sei die «Verschlechterung» der Zahlungsbilanzen der kriegführenden

Staaten Daneben bestehe eine andere Ursache zweiten, ja dritten Grades: «die Vermehrung des Notenumlaufs» (S. 532 f.). Zwar habe die deutsche Note bezüglich der «Qualität» (d. h. der Deckung) keinen Vergleich mit der englischen zu scheuen, aber es werde «immerhin auch die Menge der in einem Staate umlaufenden Noten ihre Bewertung im Auslande» beeinflussen durch die Möglichkeit, «daß sich im Ausland bei nicht entsprechender Nachfrage das Notenangebot verstärkt». Schließlich faßt Buff unter der Bezeichnung «psychologische und technische Ursachen» noch Panik, Spekulation und das «Mißverhältnis zwischen den Zahlungsterminen bei der Ein- und Ausfuhr» zusammen.

Es ist also bei Buff die Zahlungsbilanz das Zentrum der Wechselkurserklärung geblieben; aber auch die Währungsänderung ist in seiner Theorie aufgetaucht, und zwar in zwei Formen, zunächst als «Voraussetzung» alles übrigen, und dann unter dem Titel der Notenvermehrung. Die naheliegende Frage, inwiefern die Veränderung der Währungsgrundlagen in Gestalt der Aufhebung der Goldwährung, die Notenvermehrung und die Veränderung der Zahlungsbilanz einander zugeordnet sind, ist hier nur soweit beantwortet, daß die Wechselkurse die Goldpunkte nicht hätten überschreiten können, wenn die Goldwährung nicht aufgehört hätte zu bestehen, und daß die Notenvermehrung neben der Zahlungsbilanz eine Ursache geringeren Grades sei, indem «immerhin» usw. Ebensowenig erhalten seine sog. technischen und psychologischen Ursachen eine systematische Zuordnung zu den andern.

Eine Betrachtung der Preisbewegung des Inlands führt nicht weiter. Die Steigerung der Preise, heißt es, habe ihre Hauptursache in der zunehmenden Aufzehrung der Gütervorräte; ob auch die «starke Vermehrung des Notenumlaufs» dazu beigetragen habe, sei «schwer zu sagen», jedoch «nicht ausgeschlossen» (S. 541). Man würde nun auch hier wieder gerne wissen, in welcher Beziehung diese mögliche geldwertverändernde Wirkung der Notenvermehrung zu der oben erwähnten Aufhebung der Goldwährung steht, erhält aber eine Antwort nicht.

Alles in allem haben wir durch diese Ausführungen als Antwort auf die von Buff eingangs gestellte Frage nichts Festes

in der Hand, als die Behauptung, daß die Zahlungsbilanz die Hauptursache der Wechselkursbewegung sei. Dabei zeigt Buffs Bild von der Wechselkursentstehung gerade durch seine Undeutlichkeit, daß sich ein Anschauungswechsel vorbereitet.

In dem im gleichen Jahr in Deutschland erschienenen und vielbeachteten Schriftchen des Schweden Cassel über «Deutschlands wirtschaftliche Widerstandskraft» (Berlin 1916) finden wir diesen Anschauungswechsel bereits in seiner extremsten Form und sind damit im dritten Stadium der von uns betrachteten Entwicklung. Nach seiner Theorie, um sie mit kurzen Worten zusammenzufassen, bildet keine der neutralen Valuten — da auch sie gesunken seien — den festen Punkt, von dem aus man den Umfang der Wertverminderung der übrigen Valuten beurteilen könne. Daher stellten die Wechselkurse an einem neutralen Orte wie Stockholm nur die relativen Bewegungen der verschiedenen Valuten dar. «Könnte man zugleich die absolute Veränderung einer dieser Valuten... ermitteln, so würde man ein Bild der absoluten Veränderung sämtlicher Valuten haben.» Für England bestehe eine solche Möglichkeit durch die Sauerbeckschen Indexzahlen für das dortige allgemeine Preisniveau. Aus deren Steigerung seit Kriegsbeginn ergebe sich «die absolute Bewegung der englischen Valuta». Aus ihr könne man über «die relative Bewegung der übrigen Valuten im Verhältnis zu der englischen» «ein Bild von den absoluten Veränderungen sämtlicher Valuten während des Krieges gewinnen».

Cassel führt diese Rechnung aus. Die so erfaßten absoluten und relativen Veränderungen der Valuten (d. h. also die Veränderungen ihres Wertes gemessen durch das Inlandspreisniveau und durch die Wechselkurse) ständen nun, wie Cassel besonders an dem Falle Deutschlands berechnet, nicht nur unter sich in proportionalem Zusammenhang, sondern auch jeweils mit der «Vermehrung der zirkulierenden Zahlungsmittel» (als welche Bargeld, Noten und Kassenscheine betrachtet werden). Man habe demnach als Ursache der aktuellen valutarischen Erscheinungen jeweils eine «Inflation» (d. h. eine «Uebersättigung des Marktes mit Papiergeld») anzunehmen, die «als proportional mit dem Zuwachs zu der Menge der Zahlungsmittel» anzusehen sei.

Das Meinungspendel ist hier also für den aktuellen Fall der Währungen im Kriege nach einer von der bisherigen entfernten Lage ausgeschlagen. Scheint auch zunächst nur für den speziellen Fall die Zahlungsbilanzerklärung angegriffen, so gewinnt dabei die Theorie im allgemeinen aus der Verwendung des gänzlich anderen Prinzips, d. h. um es sogleich zu sagen, aus der Anwendung der Quantitätstheorie, und zwar in einer sehr extremen Form, sowie aus dem dadurch ausgelösten Meinungsstreit. War bisher die Rede nur von einer Bewegung der Wechselkurse, so wird diese Bewegung hier zur relativen Bewegung der Valuta, welcher eine absolute (an dem allgemeinen Inlandspreisniveau gemessen) gegenübersteht, die ihrerseits nichts ist als eine Bewegung, eine Veränderung der Währung selber. Wurden bisher Kriegsfinanzierung, Währung und Wechselkurse als untereinander unverbunden dargestellt, so ist hier an Stelle einer solchen Darstellung eine andere getreten, welche, statt die Währung infolge der Aufrechterhaltung der Drittelsdeckung für unverändert und das Sinken der Wechselkurse für den Ausdruck eines vorübergehenden Mehrimportes anzusehen, eine sowohl absolute als auch relative Abwärtsbewegung insbesondere auch der deutschen Währung annimmt, die der durch die Kriegsfinanzierung bedingten Zirkulationsvermehrung proportional entspreche.

Der Beweis für die Proportionalität wird nun nicht abstrakt, sondern induktiv mit dem geringen vorhandenen Zahlenmaterial geführt. Auch wird der kausale Wirkungszusammenhang zwischen den in ihrer Veränderung als verhältnisgleich betrachteten Faktoren nicht klargelegt: man hat ihn als irgendwie vorhanden hinzunehmen, sobald und solange man sich überhaupt einmal Cassels These fügt.

Diesem Vorstoß Cassels gegenüber gab es wesentlich folgende Möglichkeiten: einmal, den Zusammenhang zwischen Inflation, Währung, Wechselkursen im Prinzip zu leugnen; zweitens, bezüglich des Vorhandenseins einer Inflation für den aktuellen Fall überhaupt, oder doch wenigstens bezüglich des Vorhandenseins einer wirksamen Inflation zu widersprechen; drittens, die von Cassel behauptete Einwirkung der von ihm genannten Faktoren aufeinander im Prinzip zwar zuzugeben, die Proportionalität in der Veränderung dieser verschiedenen Fak-

toren aber abzustreiten; und viertens, über die Negation hinaus die in Cassels These enthaltene Anschauung, sowie die bei ihm rein rechnerische Beweisführung unter besonderer Berücksichtigung des Inflationsbegriffs und der Wirkungszusammenhänge theoretisch zu vertiefen.

Nun ist gleich festzustellen, daß der von Cassel betonte Zusammenhang zwischen den von ihm genannten Faktoren, einmal ausgesprochen, resp. wieder ausgesprochen, keine prinzipiellen Leugner fand. Dagegen versuchte man natürlich, und ebenso natürlich wesentlich mit Behauptungen, Cassels Darlegung einer aktuellen Währungsverschlechterung und einer eben daher rührenden Verschlechterung der Wechselkurse für Deutschland abzustreiten. Auch den bereits wieder in rein theoretisches Gebiet verweisenden Widerspruch gegen das Vorkommen der von Cassel behaupteten Proportionalität in der Veränderung der genannten Faktoren machte man diesem Zwecke dienstbar. Was schließlich die oben genannte vierte Möglichkeit angeht, so wäre es zweifellos zu weit gegangen, die ganze folgende theoretische Entwicklung auf Cassel zu beziehen; aber ebenso zweifellos bedeutete seine Schrift durch den Widerhall, den gerade sie fand, in der Entwicklung einen Wendepunkt.

Uns hier interessiert in der Folge wesentlich nur die Fortbildung der Theorie, nicht der Sturm der aus aktuellen Gründen beteiligten Affekte. Demgemäß lassen wir jene Stellungnahmen gegen Cassel aus, die ihn affektiv mit Behauptungen für den aktuellen Fall zu widerlegen suchten, und stellen unsererseits an ausgewählten Beispielen die rein theoretische Entwicklung dar, die sich weiterhin aus der sachlichen oder wenigstens sachlicheren Betrachtung und aus der fortschreitenden Erkenntnis des aktuellen Wechselkursproblems ergab. Wir fahren fort, indem wir damit die Betrachtung des vierten und letzten Stadiums der uns interessierenden Entwicklung beginnen.

Wesentlich nur die von Cassel behauptete Proportionalität wurde das Ziel der Bonnschen Polemik in der «Frankfurter Zeitung» vom 30. August 1916, «Zum Währungsproblem im Kriege», während Bonn eigentlich die Richtigkeit der von ihm eingangs scharf betonten zahlungsbilanztheoretischen Kriegswechselkurserklärung gegen Cassel zu beweisen wünscht.

Bonn erklärt im ganzen die Hinaufsetzung des allgemeinen Preisniveaus während des Krieges aus dem Zusammentreffen der Produktionsverminderung einerseits und des unwirtschaftlichen mit «neugeschaffenen Zahlungsmitteln» oder «Kredit» bezahlten Güterverbrauchs des Staates und des Volkes andererseits. Die Geldschöpfung durch Notenausgabe sei nun aber inflationistisch nur zu nennen, wenn ihr eine Vermehrung von Sachgütern nicht gegenüberstehe. In einem Lande, in welchem «der Verbrauch der Kapitalgüter und Vorräte» doch auch «in so ungeheurem Maße» dem Markte Warenmengen zur Liquidation zugeführt habe, sei es also ausgeschlossen, ohne weiteres «den Grad der Notenvermehrung dem Maße der Erhöhung des nationalen Preisniveaus gleichzusetzen». Ebensowenig haltbar sei es, anzunehmen, daß die «Bewertung der heimischen Währung im Ausland dem Verhältnis der inländischen Preissteigerung zu der des Auslandes» genau entspreche. Dem wirke insbesondere das Prinzip entgegen, daß die Erhöhung des Preisniveaus nicht «ebenmäßig» erfolge: Güter mit günstigen Erzeugungsbedingungen im Inlande würden nur mäßig beeinflußt, sodaß «im Zusammenhang mit der zunehmenden Geringwertigkeit der inländischen Valuta» ihre Exportrentabilität und ihre Ausfuhr wachse. Damit falle denn «die monumentale Einfachheit der Casselschen Sätze» dahin, und man müsse «wie zuvor die sich aus der zwar nur zufälligen Bilanz der beiderseitigen fälligen Zahlungsverpflichtungen ergebenden Devisenkurse als die — wenngleich für den inneren Wert der Valuta nicht ausschlaggebende — Auslandsbewertung der Währungen gelten lassen».

Fragt man sich, was damit gegen Cassel ausgerichtet ist, so ist es dies, daß «die monumentale Einfachheit» seiner Sätze, die auf Grund unsichern Zahlenmaterials mit einer verhältnisgleichen Veränderung der betrachteten Faktoren operieren, mit guten Gründen angegriffen ist. Dagegen wird der von Cassel behauptete Wirkungszusammenhang an sich von Bonn an keiner Stelle unterbrochen. Wenn er z. B. die Steigerung des Preisniveaus statt mit «dunklen währungspolitischen oder inflationistischen Komponenten», mit dem Zusammentreffen von Unterproduktion und «unwirtschaftlichem» mit «neugeschaffenen Zahlungsmitteln» oder «Kredit» bezahltem Güterverbrauch des Staats

und der Volkswirtschaft erklären will, so bedeutet das für die Inflationstheorie gewiß alles andere als eine Widerlegung. Aber Bonn wendet sich im Verlauf auch gar nicht gegen die Inflationstheorie als solche, sondern gegen Cassels Anwendung dieser Theorie. Ebenso ist der Widerspruch Bonns gegen die Einwirkung des inländischen Preisniveaus auf die Wechselkurse nur ein solcher gegen das von Cassel behauptete Entsprechen der verhältnismäßigen Veränderung von in- und ausländischem Preisniveau einerseits und der Wechselkursbewegung andererseits. Denn der oben wiedergegebene Einwand Bonns beweist doch nur, daß für die Bewertung der Wechsel nicht sogleich das Preisniveau des Inlands, sondern znächst das Preisniveau der inländischen Exportwaren in Frage kommt. Nicht aber ist jedenfalls dadurch die Richtigkeit der sog. Zahlungsbilanztheorie im Gegensatz zu dem in der Casselschen Auffassung enthaltenen (wenn auch durch die extreme Formulierung exponierten) Prinzip bewiesen und der Wechselkurs als ein Produkt nur des Zufalls ohne beurteilbare Beziehung zum innern Wert der Valuta, wie Bonn möchte, festgestellt.

Ein Versuch, sich allgemein-theoretisch, und zwar von der angegriffenen Zahlungsbilanztheorie aus, mit der neuen Auffassung auseinanderzusetzen, bedeutet z. B. die im Weltwirt-Archiv (11. Bd., 1917, S. 463 ff) von Judik veröffentlichte Abhandlung über «Inflation und Wechselkurse».

Eine durch Inflation veranlaßte (dieser natürlich aber nicht proportionale) Preissteigerung wirke auf die Wechselkurse nicht durch einen «unmittelbaren Zusammenhang»; vielmehr richte sich der Kurs der Wechsel «nach Angebot und Nachfrage», für deren Gestaltung hauptsächlich «der Stand der Zahlungsbilanz», «daneben» auch noch eine Reihe «technischer und psychologischer» Faktoren «entscheidend» sei, die ihrerseits «die Wirkung der grundlegenden Faktoren verschärfen oder vermindern». Solche seien die «Organisation des Devisenhandels, bzw. das Fehlen einer solchen», Spekulation, Paniken usw. Damit seien die «bestimmend auf die Gestaltung der Wechselkurse» wirkenden «Ursachen» «aufgezählt».

Verfolge man aber nun «diese kausale Kette weiter rückwärts», so könne man «den Zusammenhang mit der anderen von der Inflation ausgehenden kausalen Kette finden». Sei näm-

lich «irgendein Posten der Zahlungsbilanz oder einer der anderen Faktoren von dem inländischen Preisniveau abhängig», so sei «die Brücke... zwischen Inflation und Wechselkursen gefunden». Der Zusammenhang wird dabei als im allgemeinen möglich zugegeben, die Wirkung einer Inflation in Deutschland aber wegen ihres, wie Judik meint, zu geringen Umfangs abgelehnt.

Hier finden wir die bei Cassel übergangene, bei Bonn unbewiesen behauptete Zahlungsbilanzvorstellung bereits, fast wider Willen, in die inflationistischen Gedankengänge eingeordnet. Die Zahlungsbilanz bestimmt zwar nach wie vor als «grundlegender Faktor» die Wechselkurse, gleichzeitig aber werden die Posten der Zahlungsbilanz als zum Teil und im Prinzip abhängig von dem inländischen Preisniveau und seiner Steigerung, sowie von dem Einfluß der Inflation auf diese Steigerung und damit auf den Geldwert angesehen. Nur die von andern Faktoren unbeeinflußte verhältnisgleiche Veränderung von Geldwert und Wechselkursen, wie sie Cassel darstellt, ist abgelehnt; und ebenso ist abgelehnt ein «unmittelbarer» Zusammenhang zwischen inländischem Preisniveau und Wechselkursen, da das Preisniveau auf die Wechselkurse nicht anders wirken könne als durch die Zahlungsbilanz und durch die die Verhältnisse der Zahlungsbilanz verschärfenden oder mildernden sog. technischen und psychologischen Faktoren. Auch diese technischen und psychologischen Faktoren müssen dabei, was von Judik nicht klar zum Ausdruck gebracht ist, offenbar als innerhalb der Zahlungsbilanz wirkend vorgestellt werden, da sie ja nicht anders verschärfend oder mildernd auf die Wechselkurse wirken können, als indem sie Angebot oder Nachfrage nach ausländischen Zahlungsmitteln verschärfen oder vermindern.

Mit alledem erhält, was Judik nicht bemerkt, die Zahlungsbilanz denn doch ein im Sinne der ursprünglichen Zahlungsbilanztheorie sehr verändertes Gesicht: Die Zahlungsbilanz, jener sog. «grundlegende» Faktor der Wechselkursentstehung wird gewissermaßen durchscheinend und läßt in noch ungeordnetem Durcheinander eine Menge volkswirtschaftlicher Vorgänge verschiedenen Grades vom — kurz gesagt — Zufall (den wir bei Kahn als den Veranlasser von Veränderungen der Zahlungsbilanz kennen lernten und den offenbar auch Judik stillschweigend im Auge hat, da er unter seinen verschärfenden und

mildernden technischen und psychologischen Faktoren die Organisation des Devisenhandels anführt, welche wesentlich dazu bestimmt ist, die Wirkungen des Zufalls abzuschwächen) bis zur Währungsänderung als die eigentlich wirkenden Momente ahnen, an denen gemessen die sog. Zahlungsbilanz doch offenbar nur mehr (um einen Ausdruck, den wir noch antreffen werden, vorauszunehmen) symptomatische Bedeutung hat. Ja auch die «passive Forderungsbilanz» (nebst ihrer Unterabteilung, der Handelsbilanz), von welcher Kahn behauptet, daß sie es sei, welche die ernsten Beeinträchtigungen der Zahlungsbilanz verursache, wird damit (ganz abgesehen von den Einwendungen, die sonst noch gegen sie zu machen sind; vgl. später unsere Darlegung bei E. van Dorp) auf das Niveau eines Symptoms herabgedrückt, insofern doch die vom Preisniveau als abhängig erkannten Posten der Zahlungsbilanz nichts anderes sind als fällige Posten jener anderen Bilanzen.

Nicht nur Wechselangebot und Nachfrage also, sondern auch Einfuhr und Ausfuhr sind auf diesem Punkte der Betrachtung eigentlich bereits als Symptome aus dem Kreis der Ursachen der Wechselkursbewegung ausgeschieden (wobei man freilich diesen Tatbestand noch nicht durchschaut). Daran hindert auch das von der Zahlungsbilanztheorie gegen einen «unmittelbaren» Zusammenhang zwischen Preisniveau und Wechselkursen eingelegte Veto nichts; denn es verlangt nichts weiter als das Zugeständnis, daß in der Tat jeder Einfluß auf die Wechselkurse, um in Erscheinung zu treten, die Gestalt von Posten der Forderungs- resp. Zahlungsbilanz, schließlich die Gestalt von Angebot und Nachfrage nach Devisen bei einem bestimmten Wechselkurse anzunehmen hat.

Mit einem Wort, wir begegnen hier zuerst einer zunächst allerdings ungewollten Wandlung insbesondere in der Auffassung der Zahlungs- und Forderungsbilanz, die uns in der Folge auch noch bewußt und gewollt entgegentreten wird.

Wir fahren fort.

Mit der Front sowohl gegen die Zahlungsbilanztheorie wie gegen die Auffassung Cassels will Liefmann die Theorie vertiefen und wird dabei, wie wir sehen werden, selber Anlaß von mancherlei Widerspruch (Zitate, soweit nicht anders an-

gegeben, nach dem Artikel «Die Valutarückgänge im Weltkriege», Weltwirtsch. Archiv, 12. Bd., 1918, S. 13 ff.).

Er überprüft zunächst das Inflationsproblem. Indem er das Geld als «abstrakte Rechnungseinheit» fasse, erkenne er, wann eine Geldvermehrung preissteigernd wirke: zunächst einmal nur dann, «wenn sie nicht mehr mit der Steigerung der aus Leistungen im Tauschverkehr sich ergebenden Erträge im Zusammenhang» stehe; aber nicht nur «die Vermehrung der realen Geldmenge» wirke dann so, sondern «jede künstliche Steigerung der Kaufkraft», die «neue, zusätzliche nicht aus dem Tauschverkehr stammende Erträge und Einkommen» schaffe. Es gebe also auch eine «Kredit- oder Giroinflation», wie z. B. im Falle der Kriegskredite der Notenbanken an die Staaten auf Grund von Finanzwechseln dieser Staaten. Ja, eine Vermögensinflation wird als möglich festgestellt («Die Geldvermehrung im Weltkrieg», Stuttgart 1918, S. 77 ff.), insofern nach Liefmann auch «Kapital und Vermögen» «als Geldrechnungsbegriffe» Güter kaufen und «die abstrakte Rechnungseinheit nicht nur Erträge ausdrückt», daher denn auch zusätzliche Vermögen eine preissteigernde künstliche Vermehrung der Kaufkraft bedeuten könnten (woraus sich wiederum für die Verhinderung einer inflationistischen Wirkung die Fragwürdigkeit der Umwandlung von Kriegsgewinnen in Kriegsanleihen ergeben würde, vgl. die Schilderung der Reichsbank und die Kahns).

An diesen Zusammenhang zwischen Preiserhöhung und Geldvermehrung sucht Liefmann nun die Frage der Wechselkursentstehung anzugliedern. Dabei wird gegen die von Cassel für seine Behauptung erbrachten rechnerischen Beweise eingewandt, daß alles «Operieren ... mit einem durchschnittlichen Preisniveau» genau so willkürlich sei, wie der Umfang der Zirkulation unberechenbar, — ganz abgesehen davon, daß es sich bei diesem nicht allein um die «realen Zahlungsmittel» handle. Wie der Beweis wird auch die Behauptung Cassels abgelehnt. Denn «warum in aller Welt» solle die Veränderung des Wechselkurses gerade der des inländischen Preisniveaus (gesetzt einmal, man könne es berechnen) entsprechen? Auf jenen wirkten Einflüsse, die mit einem solchen Preisniveau gar nichts zu tun hätten, wie die «augenblicklichen» Export- und Importverhältnisse, künstliche Beeinflussung des Devisenmarktes

usw. Richtig sei allerdings, daß «die Bewertung des deutschen Geldes im Ausland ein Preis» sei, der «mit allen Preisen des Inlandes» in Zusammenhang stehe, weshalb es noch verkehrter sei, zu behaupten, «daß der Wechselkurs mit den inländischen Preisveränderungen gar nichts zu tun habe, sondern nur das Ergebnis des Zahlungsverkehrs mit dem betreffenden Lande sei».

Wenn nämlich der Import, dieses gewöhnliche Preisausgleichsmittel versage, «wenn nur wenig importiert werden kann, aber andererseits... im Inland die Preise steigen,» so müsse das Geld dieses Landes im Ausland geringer bewertet werden, weil man «damit weniger im Inlande kaufen» könne, als im Ausland mit dem ausländischen Gelde. Und zwar werde dies um so mehr der Fall sein, je weniger aus dem betreffenden Inlande ins Ausland exportiert werden könne, «je weniger also Forderungen des Auslandes» an das betreffende Inland durch Forderungen, die es an das Ausland hat, «ausgeglichen werden» könnten.

Diese Wechselkurstheorie behauptet also die Abhängigkeit der Wechselkurse vom Preisniveau des Inlandes und zwar unter Ablehnung sowohl dieses Begriffes als auch einer Proportionalität; dies letztere wegen der Wirkung einer Reihe anderer mit jenem Preisniveau ganz unverbundener Momente, darunter auch der «augenblicklichen» Verhältnisse des Imports und Exports.

Andererseits aber hörten wir, wie wir uns erinnern, von Judik, daß das Preisniveau des Inlands durch die Posten der Zahlungsbilanz, also doch gerade durch die «augenblicklichen» Verhältnisse des Imports und Exports auf die Wechselkurse wirke. Will man nun hier nicht ohne Not einen Widerspruch zwischen Liefmann und Judik konstruieren, so muß man glauben, daß sich Liefmann mit obiger Formulierung auf andere als die von Judik gemeinten Import- und Exportverhältnisse bezieht und nur in dem Beiwort «augenblicklich» sich vergriff. Und in der Tat traten uns bereits innerhalb der Zahlungsbilanz wechselkursveränderte Export- und Importverhältnisse entgegen, welche auf andere Weise als durch das Preisniveau des Inlandes, nämlich insbesondere durch — kurz gesagt — den Zufall veranlaßt sind.

Wir dürfen also wohl sagen, daß Liefmann eigentlich nicht die Export- und Importverhältnisse den Wirkungen des Preis-

niveaus des Inlandes nebenordnen, sondern neben Export- und Importverhältnisse, die das Inlandspreisniveau veranlaßt, solche stellen will, die z. B. durch den Zufall verursacht sind.

Zweitens wird in Liefmanns Theorie behauptet, eine Valuta sinke bei einer inländischen Preissteigerung um so mehr, je geringer einerseits die Einfuhr, andererseits die Ausfuhr sei; der Import wird als für die Valuta günstig angesehen, weil er die Inlandspreise sinken mache; der Export wird als nötig betrachtet, um den Import und auch sonstige Auslandsforderungen auszugleichen, da nämlich die Valuta eines Landes bei inländischer Preissteigerung um so stärker sinke, je weniger die Forderungen des Auslands ausgeglichen werden könnten. Die Begründung für den Wunsch nach Einfuhr ist inflationistisch-quantitätstheoretisch, die für die Notwendigkeit der Ausfuhr zahlungsbilanztheoretisch. Diese Betrachtungsweise ist offenbar nicht konsequent: Findet eine Einfuhr statt, so muß sie alsbald ausgeglichen werden (wovon noch später); geschieht dies durch Export, so steigen, aus dem Gesichtspunkt einer quantitätstheoretischen Betrachtungsweise, die Preise wieder, die der Import hätte senken können. Erhöhen sich im Inland also die Preise, so kann durch einen Import die von Liefmann behauptete Wirkung der Preissteigerung auf die Wechselkurse nur dann beseitigt werden, wenn der Import kreditiert wird und nicht ausgeglichen zu werden braucht, und es ist in diesem Falle Liefmanns Besorgnis bezüglich der zum Ausgleich nötigen Exporte ohne Gegenstand, und auch die sonst etwa bestehenden Forderungen des Auslands an das Inland werden dann, selbst wenn sie zunächst die Forderungen des Inlands an das Ausland übersteigen, im Rahmen der Liefmannschen Betrachtungsweise zu einem Steigen der Wechselkurse keinen Anlaß geben, eben weil auf Grund des kreditierten Imports die Inlandspreise niedrig bleiben, die Auslandsforderungen nicht entwertet werden und also ohne eine Entwertung der Valuta auszugleichen sind (vgl. später die entsprechenden Darlegungen bei E. van Dorp).

Während dann Liefmanns Inflationstheorie mit ihrem Zentralbegriff der zusätzlichen Kaufkraft Schule macht, erfährt seine — anfechtbare — Theorie der Wechselkursentstehung noch anfechtbareren Widerspruch mit dem Ergebnis einer Debatte, die für uns von Interesse ist.

Liefmann hatte nämlich als Beispiel der von ihm angegriffenen Zahlungsbilanztheorie Bendixen gewählt, der in seiner Schrift «Das Inflationsproblem» (Stuttgart 1917) die auswärtigen Wechselkurse, die keinesfalls «unmittelbar» durch das heimische Preisniveau beeinflußt würden, für «einzig und allein das Ergebnis der Zahlungsbilanz» erklärt. Bendixen legt nun im gleichen Sinne gegen Liefmann nochmals dar («Die Bestimmungsgründe der intervalutarischen Kurse», Weltwirtsch. Archiv 1918, 13. Bd., S. 65 ff.), hohe Preise wirkten auf die Valuta «erst dann, wenn sie das Ausland zur Hersendung von Waren veranlassen, wodurch die Zahlungsbilanz zu ungunsten des einführenden Landes beeinflußt, und der Wechselkurs gedrückt» werde. Immer bleibe also «der für die Kurse allein entscheidende Faktor die Zahlungsbilanz».

Wenn Liefmann nun behaupte, daß die im Wechselgeschäft stehenden Personen «die Entwicklung der Warenpreise des Auslandes wie des Inlandes zum Gegenstand ihrer Beratungen» machten, «um die Schwankungen zu ihrem Vorteil .... auszunützen», so widerspreche dem die Praxis. Der Käufer erwerbe nämlich den Wechsel, «nicht um mit dem fremden Geld zu kaufen, sondern um seine Schuld zu bezahlen», und es sei ihm ganz gleichgültig, wie viel oder wie wenig man sich dafür kaufen könne (desgleichen auch Diehl «Ueber Fragen des Geldwesens und der Valuta», Jena 1918).

Dem entgegnet Liefmann in einem mit dem Bendixenschen gleichlautenden Artikel (Weltwirt. Archiv, 13. Bd., 1918, S. 429): «Wie alle Preise aller Güter und Leistungen in der ganzen Welt im Zusammenhang» ständen, «nämlich durch das auch die nationalen Schranken übersteigende Ertragsstreben», so müßten auch «die Wechselkurse mit den inländischen Preisen in Zusammenhang» stehen. Das Wörtchen «unmittelbar», das Bendixen seiner diesbezüglichen Verneinung hinzusetze, habe «keine praktische Bedeutung». Im Wechselgeschäft spiele nun in der Tat die Rücksicht auf die Warenpreise eine Rolle, wenn auch nicht bei jedem Spekulanten und Arbitrageur, und zwar dadurch, «daß die Käufer im internationalen Verkehr da kaufen, wo sie mit ihrem Geld am billigsten zahlen, die Verkäufer da verkaufen, wo sie für ihre Ware in inländischem Geld am meisten bekommen».

Dabei wirkten die Preise «natürlich» nicht «neben der Zahlungsbilanz», was er auch nicht behauptet habe.

Betrachten wir nun in Kürze, was uns Liefmanns Darlegung und die Auseinandersetzung mit seinen Gegnern brachte, so ist es zunächst, was das Verhältnis von Währung und inländischem Preisniveau angeht, die Ueberwindung der an der Notenvermehrung haftenden mechanischen Inflationsauffassung Cassels durch den Liefmannschen Begriff der «zusätzlichen Kaufkraft», die in einer nicht aus Erträgen des ordentlichen Tauschverkehrs entstandenen Einkommens- und Vermögensvermehrung beruhe.

Indem Liefmann dann, was das Verhältnis von inländischem Preisniveau und Wechselkursen angeht, darlegt, daß eine inländische Preissteigerung (wenn sie nicht ausgeglichen werden könne) auf die Wechselkurse wirken müsse, weil durch sie die Forderungen des Auslandes entwertet würden, glaubt er sich besonders scharf gegen die Zahlungsbilanztheorie zu wenden, weil sie der Meinung sei, «daß der Wechselkurs mit den inländischen Preisveränderungen gar nichts zu tun habe, sondern nur das Ergebnis des Zahlungsverkehrs mit dem betreffenden Lande sei». Nun hatte allerdings die Zahlungsbilanztheorie, wie wir gesehen haben, während des Krieges lange Zeit nichts anderes getan, als ihren gewohnten theoretischen Besitzstand auf die Wechselkurse der Kriegszeit anzuwenden und deren Sinken durch eine Passivität der Zahlungsbilanz zu begründen, die ihrerseits im gegebenen Fall durch eine infolge kriegsbedingter Mehrimporte passive Forderungsbilanz veranlaßt sei. Dann aber hatten sich die Zahlungsbilanztheoretiker — und das übersieht Liefmann — auf gut Zureden doch bereit gefunden, den Einfluß von Inflation und inländischem Preisniveau auf die Wechselkurse als im Prinzip möglich, teils sogar als im aktuellen Fall vorhanden zuzugeben und hatten sich nur ausbedungen, daß diese Einwirkung nicht «unmittelbar», sondern nur auf dem Wege der Einwirkung auf die Posten der Zahlungsbilanz, d. h. schließlich auf Angebot und Nachfrage am Zahlungsmittelmarkte, vor sich gehen könne (s. Judik, Bendixen). So daß man beinahe sagen kann: Um mit Cassel in der Sache einig zu sein, fehle nun der Zahlungsbilanztheorie nur noch die Ueberzeugtheit von dem Vorhandensein einer Inflation im aktuellen Fall, oder wenigstens von dem Vorhandensein einer Inflation, die genügend

stark wäre, um das Preisniveau zu beeinflussen (Judik), und von der Möglichkeit einer ungestört und unbeeinflußt proportionalen Wirksamkeit der von Cassel namhaft gemachten Faktoren aufeinander (besonders Bonn). Eine Proportionalität zwischen Geldvermehrung, Preissteigerung und dem Sinken der Kurse verneint ja aber Liefmann auch.

Gerade an dem Wörtchen «unmittelbar», von dem Liefmann in seiner Entgegnung an Bendixen erklärt, daß es «keine praktische Bedeutung» habe, hängt also das Zugeständnis der Zahlungsbilanztheorie und die Erweiterung und Vertiefung ihres Horizontes. Gerade durch das Wörtchen «unmittelbar», durch die Verneinung einer «unmittelbaren» Wirkung der Währungsänderung auf die Wechselkurse und die darin enthaltene Bejahung einer «mittelbaren» hat die Zahlungsbilanztheorie Anschluß an die Inflationstheorie gewonnen, steht sie davor, wie wir erläuterten, klarer zu erkennen, was jeweils als «Ursache» der Wechselkursbewegung und was nur als «Mittel» zur Verwirklichung der betreffenden Ursache, als Symptom zu betrachten sei. Wobei diese Erkenntnis an und für sich freilich darüber noch keine Klarheit schafft, wo das Reich der einen Ursache aufzuhören und das der andern zu beginnen habe (hierüber in der Folge).

Dies einmal vorausgesetzt, ist der zweite Punkt zur Meinungsverschiedenheit die Frage, w i e es denn nun geschehe, daß die erhöhten Inlandspreise auf die Wechselkurse wirken. Liefmann sagt dem Sinne nach, der Grund dafür, daß ein Ausländer für den Wechsel eines bestimmten Landes nur einen geringeren als den bisherigen Kurs anlege, beruhe nicht in einem mechanisch wirkenden Verhältnis von Angebot und Nachfrage auf Grund der Zahlungsbilanz, sondern in dem wirtschaftlichen Ertragsstreben dieses Ausländers, das bei einem andern Kurse nicht befriedigt werde, weshalb der Ausländer, falls er den Wechsel zu dem gewollten Kurse nicht bekomme, lieber das Grundgeschäft (den Warenkauf z. B.), zu dessen Bezahlung er den Wechsel hatte kaufen wollen, unterlasse. Liefmann meint, daß die Bendixensche Darstellung die seine nicht widerlege, und in der Tat schildern sie beide im Grund ganz das gleiche, nur tut es Liefmann vom Standpunkt des Kaufmanns, Bendixen aus dem engeren Gesichtswinkel des Bankiers, der er

ja auch war (vgl. im folgenden die entsprechende Schilderung bei E. van Dorp).

Und noch etwas ist zum besseren Verständnis dieser Meinungsverschiedenheit zu beachten, daß nämlich die (kleinen) Kursschwankungen der Vorkriegszeit in der Tat für die Ertragsberechnungen dessen, der in einem andern Lande Waren kaufen wollte, kein Interesse boten, daß vielmehr erst in dem Augenblick, wo infolge des Krieges die Kursbewegungen einen grundsätzlich andern Charakter annahmen, der Kaufmann die Wechselkurse praktisch in seine Einkaufskalkulation einbezog. Weshalb in der Tat für den Wechselkäufer, psychologisch betrachtet, damals das «Zahlen» des aus andern Kalkulationsgründen bereits beschlossenen Warenkaufs im Vordergrunde stand, nun aber der «Kauf» der Waren selber im Vordergrunde steht, da für diesen Kauf der Wechselkurs eines der bestimmenden Kalkulationsmomente geworden ist.

Indem wir eben eine Unterscheidung zwischen Wechselkursbewegung der Vorkriegszeit und grundsätzlich anderen der Kriegszeit trafen, nahmen wir andeutend etwas voraus, was uns in der Folge hauptsächlich zu beschäftigen haben wird.

Halten wir einstweilen aus dem Vorigen so viel fest, daß die Zahlungsbilanztheorie zwar einerseits darauf besteht, die Zahlungsbilanz als den «allein entscheidenden» oder «grundlegenden» Faktor, als eine der wichtigsten Ursachen der Wechselkursentstehung zu bezeichnen, daß sie aber andererseits jetzt eine Reihe von Momenten als maßgebend für die Zahlungsbilanz betrachtet, denen gegenüber diese (ohne daß die Theorie sich dessen schon bewußt ist, die vielmehr das Gegenteil betont), wie auch die Forderungsbilanz nur symptomatische Bedeutung haben. Und wir halten ferner fest, daß auch Liefmann trotz aller Einwendungen schließlich nicht behaupten, daß irgendeiner der von ihm namhaft gemachten Einflüsse «neben der Zahlungsbilanz» auf die Wechselkurse wirken solle.

Wenn wir nun zusammenfassen, was uns als das mittels einer Veränderung der internationalen Bilanzen, schließlich mittels einer Veränderung von Angebot und Nachfrage nach fremden Zahlungsmitteln auf die Wechselkurse Wirkende bisher entgegengetreten ist, so ist es ein Gemenge von Zufälligkeiten und dagegen gerichteten finanztechnischen Maßnahmen, Ein- und

Ausfuhrverboten, absoluter Bewegung der Valuta, Inflation, Kredit, Panik, Spekulation u. a. m.

Indessen bemerken wir bei genauerem Hinsehen in den bisher betrachteten Abhandlungen bereits einen deutlicheren Ansatz auch einer genaueren Gliederung dieser Faktoren, insbesondere bezüglich der von ihnen auf die Wechselkurse ausgehenden Wirkungen; womit wir natürlich nicht meinen, wie etwa Buff erklärt, daß die «ungünstige Veränderung der Zahlungsbilanzen der kriegführenden Staaten» einer der «wichtigsten Wechselkursursachen», die Vermehrung des Notenumlaufs in denselben Staaten aber eine Ursache «zweiten, ja dritten Grades» sei. Das sind Behauptungen. Wenn aber Buff, wie wir hörten, einerseits beim Vorhandensein einer «gebundenen Währung» das Vorhandensein einer Wechselparität und von dieser geringfügige und vorübergehende Abweichungen, andererseits bei freien Währungen insbesondere die Möglichkeit einer theoretisch unbegrenzten (d. h. doch wohl, was Zeit und Umfang angeht) Wechselkursbewegung kennt, so fördert uns das weiter: Es tritt uns hier, wenn auch noch undeutlich, mit einem Wort die Anschauung zweier verschiedener Arten von Wechselkursbewegungen entgegen.

Weiter stellt nun F. Schmidt die gleiche Frage nach den von den Ursachen auf die Wechselkurse ausgehenden Wirkungen, d. h. die Frage nach den von den einzelnen Ursachen veranlaßten Wechselkursbewegungen («Die Beherrschung der Wechselkurse», Weltwirtsch. Archiv, 13. Bd., 1918, S. 531 ff., sowie das Buch «Internat. Zahlungsverkehr u. Wechselkurse», Leipzig 1919).

Eingangs kurz seine Fassung der Bilanzen des internationalen Wertverkehrs: In der sog. «Forderungs- oder Grundbilanz» will er «nur die internationalen Verpflichtungen (sowie natürlich die dito Guthaben) eines Landes» verzeichnet wissen, «welche aus seinem laufenden (d. h. also regulären) Wirtschaftsverkehr mit dem Ausland entstehen». Ihr zur Seite hätten zu treten die sog. «Spekulationsbilanz» und die sog. «Ausgleichsbilanz», welche in gleicher Weise die Spekulationsposten, resp. die durch Maßnahmen «zwecks günstiger Beeinflussung der Wechselkurse» veranlaßten sog. «Ausgleichsposten» erfassen. Demgegenüber sei die «Grundzahlungsbilanz» «eine theoretisch von Minute zu Minute wechselnde Zusammenstellung der Posten

der Forderungsbilanz, die, weil sie fällig sind oder fällig gemacht werden, auf dem Markte der Zahlungsmittel erscheinen». Die «Gesamtzahlungsbilanz» ihrerseits umfasse daneben noch die fälligen Posten der Ausgleichs- und der Spekulationsbilanz (Internat. Zahlungsverkehr und Wechselkurse, S. 37 ff.).

Was das Verhältnis von Zahlungsbilanz und Forderungsbilanz angeht, so bringt uns diese Auffassung die offenbar schon von Kahn gehegte Meinung in endgültiger Formulierung. Weiter wird durch die Auseinanderlegung einer «Gesamtzahlungsbilanz» in eine «Grundzahlungsbilanz» und in die fälligen Posten einer «Ausgleichs-» und einer «Spekulationsbilanz» (unter analogem Vorgang bei der Forderungsbilanz) eine gewisse Unsicherheit geklärt, die wir bei Judik bezüglich dessen technischer und psychologischer Faktoren in ihrem Verhältnis zur Zahlungsbilanz bemerkten: Judik hatte, wie wir nun sehen, nur Schmidts Grundzahlungsbilanz im Auge und wußte Spekulation und ausgleichende Einwirkungen in der Zahlungsbilanz selber nicht unterzubringen, was Schmidt durch Ueberordnung einer Gesamtzahlungsbilanz erreicht.

Auf dieser Grundlage trennt Schmidt nun «langfristige» und «kurzfristige» Wechselkursbewegungen. Was dabei die langfristigen betreffe, so müsse hier beim Vorhandensein von im Gegensatz zur «internationalen» Goldwährung «nationalen» Währungen (also z. B. Währungen der Kriegszeit) besonders («Internat. Zahlungsverkehr und Wechselkurse», S. 181) «auf die gesetzmäßige Hintereinanderschaltung» folgender sie bedingender Faktoren hingewiesen werden: «Wechselkursfaktor ersten Grades mit direkter Wirkung auf den Wechselkurs» sei «die Zahlungsbilanz». Als «Faktor zweiten Grades» kämen «die Grundposten der Forderungsbilanz und die Spekulationsposten» in Betracht, aus denen die Zahlungsbilanz entsteht, und «Faktoren dritten Grades» seien dann «alle Einflüsse auf diese Grundposten» (a. a. O. S. 191 ff.). Diese Einflüsse wiederum könnten «einerseits einer bewußten Ausgleichspolitik, andererseits natürlichen, unbeherrschbaren Wirkungen entspringen». Zu den «natürlichen» Wechselkursfaktoren gehörten dabei auch «Warenpreise, Geldwert, Zins, Arbeitslohn, Steuerwesen, Verkehrsentwicklung, kurz alle Kräfte des inländischen Wirtschaftslebens», welche «durch Beeinflussung der Produktion oder des

Geldmarktes auch auf den Auslandsverkehr» wirkten. Zwar könne man sie durch die vorgenannte bewußte Ausgleichspolitik bis zu einem gewissen Grade regulierend beeinflussen, aber auf die Dauer setzten sie sich «doch immer verhältnismäßig ungehemmt» durch und führten dabei zu einem Kurse, den man als den «natürlichen» bezeichnen dürfe.

Allerdings sei zu beachten, daß auch «aus einer ausgeglichenen Forderungsbilanz unausgeglichene Zahlungsbilanzen herauswachsen» könnten wegen verschiedener Fälligkeit von Schuld und Guthaben. «Der Ausgleich solcher Unebenheiten» der täglichen Zahlungsbilanz, die zu kurzfristigen Wechselkursbewegungen führen müßten, sei Aufgabe «der planmäßigen Ausgleichspolitik».

Während wir also bei Buff in der beschriebenen Form geringfügige und vorübergehende Abweichungen von einer theoretisch unbegrenzten Bewegung gesondert fanden, beschreibt uns Schmidt zwei Wechselkursbewegungen, von denen er sagt, daß sie sich beide in der sogenannten Gesamtzahlungsbilanz zum Ausdruck bringen müßten, weshalb er diese scharf als «Wechselkursfaktor ersten Grades mit direkter Wirkung auf den Wechselkurs» in den Vordergrund rückt, während sie sich andererseits nach seiner eigenen Beschreibung viel mehr als den passiven Schauplatz zweier Einflüsse darstellt, von denen der eine, um mit Schmidt zu reden, «langfristig» den «natürlichen Kurs» erzwingend wirkt, und die genannten Kräfte des inländischen Wirtschaftslebens in sich begreift, die andere «kurzfristig» wirkend, «Unebenheiten» wie Differenzen von Zahlungsterminen enthält und offenbar dem entspricht, was uns als «Zufall» in der Wechselkursentstehung zu mehreren Malen bereits entgegentrat.

Der Darstellung Schmidts lassen wir sogleich von ausgesprochen inflationistischer Seite drei andere Aeußerungen zum gleichen Fragenkreise folgen, die denn auch dies vierte und letzte Stadium der von uns betrachteten Entwicklung, wie sich zeigen wird, zum Abschluß führen werden.

Anläßlich eines speziellen Beweises für die Unzulänglichkeit der Zahlungsbilanztheorie kommt E. Kellenberger-Bern dazu, innerhalb der gesamten Wechselkursbewegung zwei ver-

schiedene Bewegungen als möglicherweise vorhanden und davon die eine als die in der Vorkriegs-Wechselkursbewegung nicht enthaltene, charakteristische Komponente der Kriegswechselkursbewegung zu erkennen («Wechselkurs und Zahlungsbilanz im Krieg und Frieden», abgeschlossen 1917, veröffentlicht Zürich 1919; dem theoretischen Gehalt nach schon enthalten in Kellenbergers Abhandlung «Ueber die Aufhebung der Barzahlung in England 1797 und ihre Folgen», Jahrb. für Nat. Oekon. u. Stat., 15. Bd., 1916, der wohl einzigen und darum besonders verdienstvollen Beziehung der Wechselkurserlebnisse des Krieges auf solche der Vergangenheit).

Nach Kellenberger ist es nämlich «ein preistheoretischer Irrtum», «aus der absoluten Preishöhe auf eine Inkongruenz von Angebot und Nachfrage zu schließen». Sie ständen «solange im Gleichgewicht, wie der Preis sich nicht ändert, gleichgültig, welche absolute Höhe er einnimmt» (a. a. O., S. 39).

Nun seien in Amerika bei Kriegsbeginn die Wechselkurse «schrankenlos» gestiegen, weil Amerika bei Export- und Goldversendungsunmöglichkeit usw. nur sehr geringe Möglichkeit hatte, die von Europa verlangten Schuldentilgungen vorzunehmen. Sonderbarerweise aber habe der amerikanische Kurs sich mit dem Wiedereinsetzen des auswärtigen Verkehrs erholen können, «wogegen jener beispielsweise Deutschlands überhaupt nicht mehr sank, sondern im Gegenteil je länger je mehr stieg». Dafür sei man «mit der üblichen Erklärung zur Hand», infolge des Krieges bestehe eben «eine Passivität der deutschen Zahlungsbilanz». Wenn aber nun ein Kurs, wie der deutsche in der Schweiz z. B. vom April bis Oktober 1915, monatelang auf demselben Niveau verharrt habe, so beweise das nach Obigem «unmittelbar», daß keine ununterbrochene Passivität der deutschen Zahlungsbilanz, wie allgemein behauptet werde, sondern in jener Zeit «eine dauernde Harmonie zwischen Angebot und Nachfrage» geherrscht habe. Und wenn trotz solcher anhaltenden Harmonie der gegenseitigen Zahlungsverpflichtungen «das mittlere Niveau der Wechselkurse» sich nicht mehr in die nächste Nähe der Goldparität zurückbewegte, so sei klar, daß man aus der Passivität der Zahlungsbilanz, d. h. aus dem Mißverhältnis von Wechselangebot und Nachfrage, «die mittlere Höhe der Wechselkurse» nicht erklären könne.

Auch die für die Wechselkursentstehung ferner angeführten «technischen» und «psychischen» Faktoren gäben keinen Aufschluß, denn sie seien «regelmäßige Faktoren der Preisbildung, die durchaus nicht nur in der Kriegszeit wirksam» seien.

Was schließlich «die dritte mögliche Ursache», «die Geldinflation», angehe, so hätten alle bedeutenden früheren Vertreter der der Annahme dieser Ursache zu Grunde liegenden Theorie, d. h. der Quantitätstheorie, entgegen Cassels Behauptung und versuchtem Nachweis proportionaler Beziehungen «ausdrücklich» nur «den Satz ausgesprochen, daß das allgemeine Preisniveau vom Verhältnis zwischen der Geldmenge und der Warenmenge, bei im übrigen unveränderten Umständen, abhängig sei» (a. a. O. S. 51 f). Das aber sei nichts «als die Anwendung des Gesetzes von Angebot und Nachfrage auf den speziellen Fall des Geldes», und ein Widerspruch gegen die Quantitätstheorie «in ihrer ursprünglichen Fassung» bedeute daher einen solchen gegen eben jenes Gesetz.

Es ergebe sich also nach dieser Prüfung «aller namhaft gemachten Ursachen» der absoluten Valutaentwertung (gemessen am allgemeinen Preisstand der Waren) und der relativen Valutaentwertung (gemessen an den Devisenkursen), für den aktuellen Fall, daß «die wirkliche Ursache allein in der Veränderung des Verhältnisses zwischen Geldmenge und Warenmenge» (und zwar durch Warenverminderung einerseits, sowie Geldvermehrung und Veränderung der Umlaufsgeschwindigkeit des Geldes andererseits) liegen könne (a. a. O., S. 52).

Kellenberger meint also im wesentlichen, daß zur Erklärung des dauernden Abweichens des «mittleren Niveaus» der Wechselkurse von seinem bisherigen Stand das Mißverhältnis zwischen Devisenangebot und -Nachfrage, also die Zahlungsbilanztheorie, nicht genüge. Statt dessen erklärt Kellenberger, daß die Wechselkurse allerdings fallen müßten, bis das Wechselangebot die Nachfrage erreicht und beglichen habe, daß aber, wenn das so gegenüber dem früheren Kursstand erreichte Agio sich lange Zeit in gleicher Höhe halte, bei diesem neuen Kursstand von einer Differenz von Wechselangebot und -Nachfrage füglich (denn sonst hätten die Kurse weiter sinken müssen) nicht mehr die Rede sein, und sich auch folglich der neue gegenüber dem früheren erhöhte Kursstand nicht mehr durch

eine solche Differenz erklären lassen könne. Und es erscheint damit nachgewiesen, daß die Wechselkursbewegung, die sich zunächst als eine einheitliche darstellt, und, wie es Kellenberger ausdrückt, «durch das Auf- und Abgleiten der Devisenpreise Angebot und Nachfrage fortwährend ins Gleichgewicht» setzt, dabei in sich möglicherweise eine zweite Bewegung enthalten kann, die des Punktes durchschnittlicher Ausgeglichenheit von Devisenangebot und -Nachfrage, des «mittleren Niveaus der Wechselkurse», wie es Kellenberger nennt.

Dabei tendiert ganz offenbar das Angebot und Nachfrage ausgleichende Auf- und Abgleiten der Devisenpreise nach Kellenbergers Auffassung zunächst nach dem «mittleren Niveau» der Wechselkurse, ob dieses nun selber feststeht oder sich bewegt. Bewegt es sich, so ist es klar, daß auch seine Bewegung (d. h. der Uebergang von einem Punkte durchschnittlicher Ausgeglichenheit zum andern) sich anders nicht vollziehen kann als mittels des Ueberwiegens von Nachfrage und Angebot auf dem Devisenmarkt (d. h. einer «Aktivität», resp. «Passivität» der Zahlungsbilanz), wie jede andere Wechselkursbewegung auch (und hierin behalten die Zahlungsbilanztheoretiker ohne Zweifel recht). Steht es — das mittlere Niveau der Wechselkurse — aber dann an einem neuen Punkt durchschnittlicher Ausgeglichenheit der Wechselkurse still, so ist aus der Differenz von Wechselangebot und -Nachfrage, d. h. aus «Aktivität», resp. Passivität der Zahlungsbilanz entsprechend der Zahlungsbilanztheorie für die Lageänderung jenes Punktes eine Begründung, wie zuzugeben ist, auf keine Weise abzuleiten. Statt dessen ist sie (wobei Kellenbergers «mittleres Niveau» offenbar Schmidts «natürlichem Kurs» entspricht) nach Kellenberger aus der «absoluten Bewegung der Valuta» zu erklären, d. h. aus dem Geldwert, für dessen Bestimmung Kellenberger im Gegensatz zur Theorie der Drittelsdeckung und auch im Gegensatz zu Cassel die ursprüngliche Quantitätstheorie in der angegebenen Form benutzt. Nach ihr hängt der Wert des Geldes allgemein und ohne Berechenbarkeit nach dem Gesetz von Angebot und Nachfrage ab von den Veränderungen des Verhältnisses der Geldmenge (besser Kaufkraftmenge; vgl. Liefmanns Inflationstheorie), sowie ihrer Umlaufgeschwindigkeit einerseits und der Warenmenge andererseite, — wobei es dann natürlich nach dieser Theorie ein Unding

ist, wenn die Reichsbank, wie wir sahen, die Notenvermehrung gerade mit der Warenverminderung rechtfertigen und erklären will.

Eine weitere Darlegung von E. van Dorp-Utrecht über «Die Bestimmungsgründe der intervalutarischen Kurse» (Weltwirtsch. Archiv, 15. Bd., 1919, S. 29 ff.) gleicht der vorhergehenden insofern, als abermals aus einem speziellen Beweis der Unzulänglichkeit der ursprünglichen Zahlungsbilanztheorie für die Kriegswechselkurserklärung — diesmal handelt es sich um den vielberufenen «Mehrimport» — eine Theorie der innerhalb der Gesamtwechselkursbewegung möglichen verschiedenartigen Bewegungen abgeleitet wird.

Angenommen nämlich den Fall einer festen Parität, so ergebe sich für das Verhältnis von Ein- und Ausfuhr und Wechselkursen folgendes: Infolge der anarchischen Wirtschaftsform führe allgemein der Einzelne in bezug auf die Gesamtheit bald zu viel, bald zu wenig ein und aus (in welcher Schilderung wir den mehrerwähnten «Zufall» als Ursache einer Wechselkursbewegung wiederfinden). Um dabei die Mehreinfuhr zu begleichen, müsse der Export erhöht werden, was nur möglich sei, wenn der Inlandskurs falle zum anreizenden Vorteil für den Exporteur. Auf diese Weise erreiche Ein- und Ausfuhr wiederum das Gleichgewicht und der Kurs die Parität. Hier sei also der «Mehrimport» nur ein Schwanken des Handels um das Gleichgewicht».

Im Kriege nun habe es sich im Gegensatz hierzu um einen «wirklichen» Mehrimport, der «also» nicht durch Ausfuhr ausgeglichen, sondern (da ein Einfuhrüberschuß innerhalb der Forderungsbilanz, solle er überhaupt stattfinden, ja immer einen Ausgleich finden müsse, S. 31 f.) durch Anleihen und Kredite im Ausland ermöglicht worden sei. Ein Sinken des Wechselkurses werde nun aber gerade in diesem «Falle der Stundung» keinen Grund haben einzutreten. Könne also ein «Mehrimport» keinesfalls für den aktuellen Valutarückgang die Erklärung bilden, so müsse man sie anderweitig suchen.

Liege nun, der bisherigen Voraussetzung entgegen, die Parität eines Landes, z. B. Deutschlands, nicht mehr fest und sinke der Kurs seiner Wechsel «ständig», so sei nur eine Erklärung möglich, «die Parität selbst hat sich verändert».

Während wir im erstbetrachteten Falle einer festen Parität nur eine Wechselkursbewegung dargestellt erhielten, nämlich

die vom Zufall bedingte Bewegung, welche bestrebt ist, in die Parität zurückzukehren, so haben wir nach E. van Dorp in diesem zweiten Fall anzunehmen: «Zweierlei Bewegungen ganz verschiedener Art», nämlich sowohl die für den ersten Fall beschriebene Zufallsbewegung um die Parität und in die Parität zurück, als auch die Bewegung der Parität selbst. Bewege sich die Parität von einem ideellen Punkte P/1, statt sich gleich zu bleiben, abwärts auf einen andern ideellen Punkt P/2, so geschehe das in der Wellenlinie des zufallbedingten Kurses. P/1—P/2 habe man nun irrtümlich für den Anfang einer Wellenkurve um P/1 gehalten und übersehen, daß jenes P/1 nicht mehr vorhanden sei.

«Der prinzipielle Unterschied» bestehe also «nicht zwischen langfristigen und kurzfristigen Wechselbewegungen, im Sinne von F. Schmidt, sondern zwischen denjenigen, die um die Parität als Normalkurs oszillieren, und denjenigen, die Verschiebungen der Parität selbst bedeuten». Die ersten seien immer kurzfristig, die zweiten könnten lang- oder kurzfristig sein.

Dabei gebe es «für die Erklärung des Geldwertes... tatsächlich nur eine Theorie: die Quantitätstheorie», welche unter Ablehnung der Möglichkeit zahlenmäßiger Resultate gefaßt wird wie von Kellenberger.

Die Wirkung einer dieser Theorie entsprechend hervorgerufenen inneren Wertverminderung des Geldes auf die Wechselkurse beginne ihrerseits, sobald die Preissteigerung die Exportgüter erreicht habe: Die Kursbewegung werde nun zum «Ausdruck einer zurückgegangenen Parität». Die Exporteure hielten dann mit ihren verteuerten Inlandsprodukten zurück, Importeure drängten sich heran, bis die neue Parität erreicht sei, «d. h. das neue Geldwertverhältnis zwischen den beiden Ländern sich im Kurse ausdrückt». «Für den Bankier» spiele sich der Vorgang ab «unter dem Anschein einer großen Nachfrage nach ausländischem Papier, eines Einflusses der Zahlungsbilanz» (vgl. Liefmann, Bendixen). «Die Zahlungsbilanz» sei aber «hierbei nicht Ursache, sondern zugleich Symptom und Mittel».

Wenn außerdem, wie im Kriege, das Preisniveau «in zwei» «voneinander getrennten Teilen» vorzustellen sei, so beziehe sich «die Vorstellung des Geldwertes», soweit er «in der Parität in Erscheinung» trete, eben nur auf den Teil des Preisniveaus,

der sich noch aus der Beziehung zum internationalen Verkehr» ableite (vgl. hierzu unsere Darlegung gegenüber Bonn).

Damit erhalten wir von E. van Dorp anläßlich eines Beweises für die Unmöglichkeit, mit den Vorstellungen der Zahlungsbilanztheorie die Kriegswechselkurse zu erklären, in fast allen Punkten die abschließende Formulierung für das Ergebnis der von uns betrachteten Entwicklung.

Aus ihrer Darstellung folgt zunächst einmal, daß ein «wirklicher», d. h. endgültiger, nicht durch spätere Ausfuhren ausgeglichener Mehrimport im Sinne der ursprünglichen Zahlungsbilanztheorie, eine sog. passive Handelsbilanz also, da sie innerhalb der sog. Forderungsbilanz durch andere Guthaben und, wenn nicht anders, durch Kredite ihren Ausgleich finden muß (was die Zahlungsbilanztheorie offenbar übersieht), eine passive Forderungsbilanz im Sinne der ursprünglichen Zahlungsbilanztheorie gar nicht hervorzubringen vermag, — so daß diese auch nicht, wie die Zahlungsbilanztheorie, vgl. Kahn, es will, der Anlaß einer ernsten Beeinträchtigung der Zahlungsbilanz und Wechselkurse werden kann.

Ferner folgt daraus, daß es innerhalb der zahlungsbilanztheoretischen sog. Forderungsbilanz aus verschiedenartigen Anlässen vorübergehende — sagen wir — Neigungen zur Passivität geben kann, die durch die Zahlungsbilanz auf die Wechselkurse wirken, welche ihrerseits, und zwar durch zwei Bewegungsarten grundsätzlich verschiedenen und gleich noch näher zu bezeichnenden Charakters, reagieren, wodurch dann infolge des Ertragstrebens der Beteiligten (vgl. Liefmann), die nötigen Ausgleichposten geschaffen und so, d. h. also um den Preis der betreffenden Wechselkursbewegungen, Zahlungsbilanz und Forderungsbilanz wieder ausgeglichen werden (vgl. Kellenberger).

Dabei liegt nun aber auf der Hand, daß man unmöglich die Verhältnisse am Zahlungsmittelmarkt, resp. die Verhältnisse von Ein- und Ausfuhr usw., mit einem Wort die Zahlungsbilanz und die Forderungsbilanz als die «Ursachen» der Wechselkursentstehung bezeichnen kann. E. van Dorp nennt daher die Zahlungsbilanz (was ihrer Darstellung entsprechend auch für die Forderungsbilanz zu gelten hat) «Symptom» oder «Mittel» zur Verwirklichung der verschiedenen Ursachen, womit denn endlich der bei Judik (ja eigentlich schon bei Kahn, indem er zur

Erklärung der von ihm für die Begründung der Kriegswechselkurse angeführten passiven Forderungsbilanz auf innerdeutsche Verhältnisse, wie Warenknappheit, verweist) begonnene Wandel in der Auffassung vom Wesen der Zahlungsbilanz zu Ende gedacht und auch nach dieser Seite die ursprüngliche Zahlungsbilanztheorie überwunden ist.

Demgegenüber ist nun klar, daß wir «Ursachen» der Wechselkursbewegungen das zu nennen haben, was wir oben als die «Anlässe» für eine vorübergehende Passivneigung der Forderungsbilanz bezeichneten. Als solche Anlässe treten uns bei E. van Dorp entgegen der Zufall der anarchischen Wirtschaft und die Aenderung des Geldwerts. Die Charakterisierung dieser zwei «Ursachen» erfolgt dadurch, daß jede von ihnen eine bestimmte Wechselkursbewegungsart auslöst, welche beide unter sich grundsätzlich verschieden und welche zusammen die beiden einzigen sind, die es gibt. Des weiteren ist klar, daß sie nicht beide gleichzeitig vorkommen müssen, und daß sie andererseits, w e n n sie zusammen vorkommen, die wohl zu unterscheidenden Komponenten einer Gesamtbewegung sind (vgl. Kellenberger). Dabei wird die Bewegung, als deren Ursache die Aenderung des Geldwertes betrachtet wird, endgültig als Bewegung des Pari (über seinen begrifflichen Inhalt vergleiche in der Folge noch bei Cassel) bezeichnet, was offenbar Schmidts langfristiger (vgl. indessen E. van Dorps Kritik gegen diese Bezeichnung) Bewegung in Richtung des natürlichen Kurses und Kellenbergers Bewegung des mittleren Niveaus der Wechselkurse entspricht. Diese so fixierte Bewegungsart stellt im übrigen die in der Vorkriegsbewegung nicht enthaltene, in der Kriegszeit anfangs übersehene oder nicht anerkannte Komponente der Kriegswechselkursbewegung dar. Die zweite Bewegungsart, als deren Ursache man mit E. van Dorp im wesentlichen den Zufall der anarchischen Wirtschaft zu betrachten hat, und deren Eigenart nach E. van Dorp es ist, durch das Schwergewicht der Verhältnisse wieder in dem Pari (ob dieses nun feststeht oder sich verändert) zu verschwinden, — wird als Oszillieren um das Pari bezeichnet, was augenscheinlich Kellenbergers Bewegung um das «mittlere Niveau», Schmidts kurzfristiger (vgl. auch hier E. van Dorps Kritik) Bewegung, Buffs Abweichung beschränkten Grades von einem bestehenden Pari entspricht.

Zu Währungsänderung und Zufall als den gegensätzlichen Polen der Wechselkursverursachung haben wir, um das Bild zu vervollständigen, noch einiges zuzuordnen, was uns unter der Bezeichnung technische und psychologische Faktoren verschiedentlich entgegentrat, d. i. hauptsächlich Organisation des Devisenhandels, oder wie wir sagen können, Devisenpolitik, resp. deren Folgen, sowie Panik und Spekulation. Das erste ist offenbar, wenn wir uns an die Darstellungen bei Kahn, bei Judik und bei Schmidt erinnern, und indem wir auf die von Kellenberger, a. a. O. S. 64, verweisen, nach wie vor das Mittel, das dazu dient, zufälligen Bewegungen vorzubeugen, während es zur Verhinderung der vom Geldwert bedingten Paribewegung auf die Dauer nicht zu tun vermag. Panik und Spekulation schließlich (vgl. Reichsbank, Judik und Schmidt, sowie Kellenberger, a. a. O. S. 45 f.) wären dann, als Wechselkursursachen, Uebertreibungen vorhandener im obigen Sinne auf die Wechselkurse ursächlich wirkender Verhältnisse, sowie Versuche, künftige derartige Verhältnisse vorauszunehmen, wobei ebenfalls weder die Uebertreibungen noch die Versuche auf die Dauer das Zustandekommen des natürlichen Kurses, des Pari, behinderten.

Schließlich betrachten wir noch eine der internationalen Finanzkonferenz in Brüssel im Juni 1920 als Memorandum vorgelegte und auch der deutschsprachigen Oeffentlichkeit alsbald («Das Geldproblem der Welt») übergebene Darlegung Cassels, weil und insoweit sie dem neuen wechselkurstheoretischen Bild nach einigen Seiten noch Verfeinerung und Abschluß bringt. Wir hören:

Unsere Schätzung ausländischen Geldes beruhe «der Hauptsache nach auf der relativen Kaufkraft des Geldes der beiden Länder». Auf dieser Grundlage werde sich zwischen den beiden Ländern, «abgesehen von kleinen Schwankungen», ein Wechselkurs, d. h. also ein Parikurs, stabilisieren. Dabei ergebe sich die Regel, daß wenn zwei Valuten Inflation erlitten hätten, der neue «normale Wechselkurs» (also der neue Parikurs) gleich sei «dem alten Kurs multipliziert mit dem Quotienten zwischen dem Grade der Inflation in dem einen und dem anderen Lande». Von dieser so berechneten neuen Parität seien natürlich abermals kleine Abweichungen wie oben möglich, während sie selber eine «Kaufkraftparität» genannt werden könne, da sie der Quotient

zwischen der Kaufkraft der in Frage kommenden Valuten bestimme.

Damit ist zunächst, indem auf Grund der veränderten Auffassung vom Geldwert der fruchtbare Begriff der Kaufkraftparität gebildet ist, festgestellt, als was wir inhaltlich das Pari zu verstehen haben, das uns bei Schmidt, Kellenberger und E. van Dorp entgegentrat, und das wir in Liefmanns Polemik gegen Bendixen bereits weitgehend vorbereitet fanden. Dabei ist zu beachten, einmal, daß natürlich nicht nur die sich entwertenden Paritäten, von denen Cassel hier ausdrücklich spricht, sondern ebenso die gebundenen sich als «Münzparitäten» maskierenden Paritäten schließlich «Kaufkraftparitäten» sind, und daß zum andern die von Cassel gewollte rechnerische Fixierung nur prinzipiell und theoretisch möglich ist.

Abgesehen von den oben bezeichneten kleinen Abweichungen und Schwankungen, die offenbar mit E. van Dorps «Oszillieren um das Pari» identisch sind, erkennt Cassel nun aber noch die Möglichkeit «abnormer Abweichungen» von der Parität obigen Charakters (a. a. O. S. 33 ff). Sei nämlich die Ausfuhr eines Landes gehemmt, so werde seine Valuta unter die Kaufkraftparität sinken. Das ergebe sich aus obiger Auffassung vom Wechselkurse «als einem Ausdruck für die Wertschätzung eines Mittels, das dazu dient, sich der ausländischen Güter zu versichern». Andererseits werde dann freilich ein Unterschätzen der Valuta unter die Kaufkraftparität einen Anreiz zur Ausfuhr aus dem betreffenden Lande und zur Wiedererhebung der Valuta auf die Parität bedeuten. Wir verzeichnen damit noch ein neues Motiv zur Aufhellung der Wechselkursbewegungen an verwickelten Stellen.

Um schließlich auch darauf einzugehen, was nach Ansicht Cassels — wobei wir auf E. van Dorp, Kellenberger, Schmidt verweisen — als das Mittel zu betrachten ist, einen gesunkenen Wechselkurs zu heben, der das «Zeichen für eine Verschlechterung des inneren Geldwertes» bedeute, so wird hier (während, wie wir sahen, bezüglich der Beeinflussung «zufälliger» Bewegungen die Meinung der Zahlungsbilanztheorie übernommen werden konnte) natürlich das Mittel abgelehnt, das die Zahlungsbilanztheorie, ihrer andern Erklärung dieses Falles entsprechend, anzuwenden dachte: Die Beseitigung einer Passivität der Handels-, resp. Forderungsbilanz, resp. der Zah-

lungsbilanz kommt nach der veränderten Auffassung der neuen Theorie schon deshalb nicht in Frage, weil nach ihr, wie wir sahen, eine «Passivität» der Zahlungs-, resp. Forderungsbilanz bei einem Paristand der Wechselkurse nicht vorhanden ist, wie hoch oder tief im übrigen das Pari immer liegt. Gedachte weiter die Zahlungsbilanztheorie dies zwar zuzugeben, aber zu erklären, sie wolle die Wechselkurse im gleichen Fall verbessern, nicht indem sie eine «Passivität» der betreffenden Bilanzen beseitige, sondern eine «Aktivität» der betreffenden Bilanzen bewirke, so muß die neue Theorie darauf erwidern, daß eine derartige Aktivität sich nicht erzwingen lasse, wenn es sich um die Steigerung eines gesunkenen Pari handle, das eben als der Ausdruck des Geldwertverhältnisses zwischen den beteiligten Staaten sich auf die Dauer (vgl. Schmidt) gegenüber jeder künstlichen Beeinflussung durch das Schwergewicht der Verhältnisse (d. i. nichts anderes als das Liefmannsche Ertragsstreben des wirtschaftenden Menschen) ungehemmt durchsetze. Vielmehr ist in diesem Fall für Cassel, wie für E. van Dorp und Kellenberger, der Weg allein: Erhöhung des «inneren Werts der Geldeinheit» (für Kellenberger unter Hinweis darauf — a. a. O. S. 65 —, daß Einfuhrverbote statt einer Verbesserung der Wechselkurse sogar das Gegenteil bewirken müßten, was quantitätstheoretisch damit begründet wird, daß Einfuhren — die dann natürlich kreditiert sein müssen [vgl. unsere Darlegung gegen Liefmann] — durch Vermehrung des Warenangebots [vgl. die Argumentation Bonns gegen Cassel] die Geldverschlechterung und deren Wirkung auf die Wechselkurse mildern).

Indem Cassel als ein Mittel für diese Erhöhung des inneren Geldwerts den Diskontsatz und seine eine ungesunde verschwenderische Pumpwirtschaft bei Staat und Volk verhindernde Heraufsetzung erkennt (a. a. O. S. 44 ff.), gibt er uns Gelegenheit, kurz daran zu erinnern, wie die Reichsbank sich auf den niedrigen Stand ihres Kriegsdiskonts etwas zugute tat, und dem in Kürze neu hinzuzufügen, daß diese Anschauung dann durch einen Aufsatz Wicksells («Hinauf mit den Bankraten»; Archiv für Soz.-Wiss. u. Soz.-Pol., 41. Bd., 1916, S. 745 ff.) energische Kritik erfuhr; daß diese Kritik wiederum Kritik fand, so von Budge («Zur Frage der Bankrate und des Geldwertes», ebenda, 44. Bd., 1917/18, S. 214 ff.; vgl. auch den Aufsatz von Federn,

ebenda, Bd. 42, S. 202 ff.); daß dieser Widerspruch jedoch nicht durchdrang und die Auffassung Wicksells ganz natürlicherweise von der Boden gewinnenden Inflationstheorie übernommen und vertreten wurde (vgl. hierfür besonders die genannten Schriften von Kellenberger und E. van Dorp), außer von F. Schmidt, der, obwohl der Inflationstheorie sonst in der Sache nahestehend, in seinem genannten Buche das Diskontmittel als zweischneidig gerade deswegen ablehnt, weswegen die Inflationstheorie es hochschätzt, wegen seiner Wirkung auf die Inlandswirtschaft.

So ist denn auch das vierte und letzte Stadium der von uns zu analysierenden Entwicklung zu Ende betrachtet, und wir können sagen, daß an Stelle der anfangs von uns angetroffenen und der Belastungsprobe der Kriegswechselkursprobleme, wie sich zeigte, nicht gewachsenen Betrachtungsweise eine andere getreten ist, die, wie wir zu schildern versuchten, an den Kriegswechselkursproblemen sich entwickelnd, diese langsam überwand.

Wir schließen dies Kapitel mit einem Blick noch darauf, wie weit die öffentlichen Stellen Deutschlands sich das theoretisch Neue bis zum Ende der Betrachtungszeit zu eigen machten. Erst für die Nachkriegszeit ist hierbei ein unbefangeneres Interesse festzustellen, und als Anlaß dafür die seit 1918 für Währung und Wechselkurse überaus zugespitzte Lage, sowie das Fortfallen des Kriegswunsches, auf diesem Gebiete das Gesicht zu wahren. Die Reichsbank zwar vermochte ihren festgelegten Standpunkt (vgl. die Verwaltungsberichte für 1919 und 1920) nicht wesentlich zu ändern, dagegen schlug das Reichsfinanzministerium zur neuen Theorie die Brücke, indem es sich von Prion ein Gutachten gemäßigt inflationistischer Tendenz erstatten ließ (veröffentlicht als «Inflation und Geldentwertung», Berlin 1919). Regierungserklärungen der nächsten Folgezeit enthalten naturgemäß das Alte und das Neue beieinander. Unsicherheit und Mißbehagen treiben zum Schluß zur Bildung einer «Ständigen Valutakommission», deren Aeußerungen Einsicht in die eigentlichen Ursachen der beängstigenden Phänomene zeigen, gleichzeitig aber das Gefühl der Ohnmacht und den Wunsch, trotzdem auf irgendeine Weise einzugreifen. Und weil man bezüglich der sehr richtig geforderten Sparsamkeit und Produktionssteigerung verzweifelte, versuchte man in alter Weise dem Uebel an der Einfuhr beizukommen.

Viertes Kapitel.

Wenn wir nun durch einen kurzen Vergleich mit der Theorie Goschens die im vorigen Kapitel isoliert dargestellte wechselkurstheoretische Entwicklung der Kriegs- und ersten Nachkriegszeit einzuordnen suchen, so möchten wir zunächst darauf verweisen, daß offenbar die Vorliebe für die verschiedenen auf den internationalen Wirtschaftsverkehr geprägten Bilanzbegriffe, insbesondere die Vorliebe für den Zahlungsbilanzbegriff, die Theorie der Wechselkurse nicht durchaus gefördert hat.

Der Begriff der Zahlungsbilanz findet sich bei Goschen nicht. War seine Formulierung innerhalb des nach und nach gebildeten internationalen Bilanzsystems der Ausdruck dafür, daß die Vorgänge bei dem internationalen Austausch wirtschaftlicher Güter und Rechte in der modernen Wirtschaft keine Tauschvorgänge seien und in ihrer Form als Zahlungsvorgänge gewertet werden müßten, so hatte man sich andererseits darüber klar zu sein, daß eine auf diesem Zahlungsbilanzbegriff etwa in der Form aufgebaute Wechselkurstheorie, daß bei überwiegender Nachfrage nach Auslandswechseln die Wechselkurse des Inlands sänken und im Gegenfalle stiegen, — nichts bedeute als die Anwendung der allgemeinsten Preistheorie auf die Wechselkurse und nichts aussage, weder über die Anlässe zu einer derartigen wechselkursverändernden Vermehrung von Angebot oder Nachfrage, noch auch über den Verlauf der so irgendwie veranlaßten und sich dann gemäß den Aussagen der Preistheorie vollziehenden Bewegungen.

Gedachte aber, wie wir sahen, die Zahlungsbilanztheorie gegebenenfalls die Veränderungen der Zahlungsbilanz auf die Veränderungen in der Forderungsbilanz, resp. in deren Unterbilanzen zu beziehen, so war dem wieder zu entgegnen, daß man so zwar von den Zahlungen zu den Grundgeschäften

vorgedrungen sei, daß es aber gerade zu erklären gelte, warum diese Grundgeschäfte jeweils sich verändert hätten.

Einzig und allein, indem man die Zahlungsbilanz (und zwar nicht fälschlich allgemein — siehe Bonn —, sondern richtig nur) für besondere Umstände als eine «zufällige» bezeichnete, drang man zu den Ursachen der Wechselkursentstehung vor, verbaute sich jedoch auch hier den Weg, indem man nun nicht etwa den Zufall die oder eine Ursache der Wechselkursentstehung nannte, sondern die Zahlungsbilanz als solche nach wie vor die Ursache der Wechselkursentstehung hieß.

Hierin sah die Theorie der Wechselkursentstehung bei Kriegsbeginn nicht klar, sonst hätte die durch den aktuellen Fall veranlaßte Entwicklung dort begonnen, wo wir sie verließen, nämlich damit, zu vollenden, wo Goschen bei sonst umfassender Betrachtung bezüglich der schließlichen Formulierung im Ansatz blieb.

Wie wir uns nun kurz erinnern wollen, sagte Goschen, daß «die erste Differenz» im Wert der Wechsel durch das Ueberwiegen der Guthaben oder Verbindlichkeiten eines Landes verursacht sei, dabei im allgemeinen in den Versendungskosten des baren Geldes ihre Grenzen finde, in gewissen Fällen aber auch diese Grenzen überschreite, wie z. B. in Amerika im Jahre 1861; daß ferner auch Diskont und Kredit auf die Wechselkurse Einfluß hätten; daß aber drittens im Falle der Diskreditierung einer ganzen Nation ein anderes Moment: die «Entwertung der Umlaufsmittel», viel mehr beachtet werden müsse, wobei es Schwierigkeiten habe, die spezielle Wirkung dieses neuen Momentes auszusondern.

Goschen, der, weil für ihn die Goldwährung das Normale ist, den Fall der Papierzirkulation unwillkürlich dem der Geldentwertung gleichsetzt, konstatiert, daß mit dem Aufhören der Goldwährung die Goldversendungspunkte schwänden; daß es schwierig werde, dasjenige zu bestimmen, was man als den Pariwert bezeichnen müsse; und daß, sobald «die Entwertung der Umlaufsmittel» «eines der Elemente der Schwankung» werde, auf den Wechselkurs sich «Differenzen» von bei weitem größerem Ausmaß als durch eines der anderen Wechselkurselemente ergeben könnten.

Diese Schwankung sei nun aber durch «Scheinbarkeit» im Gegensatz zu den vorher besprochenen ausgezeichnet, insofern nämlich im Falle einer Geldentwertung alle käuflichen Artikel einschließlich der Wechsel prinzipiell im gleichen Verhältnis schwankten, und der ausländische Wechselbesitzer auf diese Weise nicht, wie bei den vorher besprochenen Schwankungen, Gewinn und Verlust erfahre (womit sich eine Kritik des «Preisniveaus» verbindet, ohne daß dieser Begriff überhaupt gebildet wird). Ueber den Rahmen endlich, innerhalb dessen diese letztgenannten Schwankungen der Wechselkurse sich vollzögen, hören wir, daß er bei unbeschränkter Goldausfuhr durch das allgemeine Agio auf das Gold gebildet werde. Andernfalls bestimme Angebot und Nachfrage schrankenlos den Preis, wobei man in einem Moment der Ausgeglichenheit von Wechselangebot und -Nachfrage als den «natürlichen» Wert des Wechsels einer entwerteten Währung nicht den ursprünglichen Wert eines Wechsels über denselben Nominalbetrag betrachten müsse, sondern diesen ursprünglichen Wert abzüglich der Entwertung, welche die Währung, auf die der Wechsel lautet, im Inlande erfahren habe. Allerdings werde jener «natürliche» Wert sich kaum oder nie rechnerisch erfassen lassen, einmal weil ein Gleichgewicht von Ein- und Ausfuhr an und für sich niemals vorhanden sei, und dann, weil in den geschilderten Fällen «ein wachsendes Uebergewicht der Schulden» den Wert der Währungseinheit und des Wechselkurses fort und fort vermindere.

Bevor wir die wesentlichen Punkte dieser Darlegung mit der neuen Theorie vergleichen, fassen wir nochmals auch deren oben aufgezeigte Entwicklung kurz zusammen.

Wir begannen mit der Wiedergabe einer Schilderung der damaligen wirtschaftlichen Lage Deutschlands, nach der der Staat den größten Teil der Volkswirtschaft zur Produktion unproduktiver, nicht einmal marktgängiger Konsumgüter in Anspruch nahm, diese mittels Finanzkrediten der Zentralnotenbank durch Noten und Giroüberweisungen der Volkswirtschaft bezahlte, während andererseits die Notenbank durch Gesetz ermächtigt war, die vom Staat für jene Finanzkredite hinterlegten Finanzwechsel (wie auch die Darlehenskassenscheine) als Unterlage für die Ausgabe der (vom Staate benötigten) Noten

zu benützen, — dies letztere in der soliden Ueberlegung, daß auf diese Weise das Währungsfundament, die Drittelsdeckung einwandfrei erhalten bleibe, während gleichzeitig die Notenkapazität der Reichsbank die erwünschte «unerhörte Vermehrung» finde.

Glaubte man einerseits mit der Wahrung jener Deckung den Fortbestand der Vorkriegswährung samt natürlich ihrer Parität gewahrt zu haben, so man andererseits auf Grund der eingangs dargestellten Wechselkurstheorie in der Veränderung der Wechselkurse die vorübergehende Folge einer vorübergehenden, durch kriegsbedingte Mehrimporte veranlaßten «Passivität» der Zahlungsbilanz, resp. Forderungsbilanz und dachte, daß zur Wiederherstellung der alten und gewohnten Vorkriegswechselkurse nur diese Zahlungsbilanz, resp. Forderungsbilanz ins Gleichgewicht zu bringen, besser noch zu aktivieren sei. Einen Zusammenhang zwischen der Kriegsfinanzierung, der Inlandswährung und den Wechselkursen sah man nicht oder wies ihn von der Hand.

Das wohl zu beachtende Gegenspiel dieses Treibens war die lange Zeit gelingende Anleihepolitik (siehe Reichsbankbericht für 1915), durch welche die sich aus der Kriegswirtschaft für Währung und Valuta ergebenden Konsequenzen immerhin (vgl. jedoch Liefmanns Theorie über die inflationistische Wirkung auch zusätzlicher Vermögen) so weit zurückgehalten wurden, daß man leichter den Zusammenhang mit ihren wirklichen Ursachen übersah.

Demgegenüber war es, um nur in Kürze den Zusammenhang hervorzuheben, die Aufgabe derer, die an dieser Betrachtungsweise kein Genüge fanden, einmal auf Grund einer vertieften Anschauung von Geldwert für die aktuelle Lage eine Geldentwertung nachzuweisen, zweitens deren Folgen für die Wechselkurse theoretisch klarzustellen und drittens die bisherige Wechselkurstheorie in den sich nach und nach ergebenden größeren theoretischen Zusammenhang kritisch einzufügen.

Die schwache Stelle jener Anschauung, die den Wert des Geldes, statt durch die Qualität der Deckung, durch seine Kaufkraft (gemessen am Preisniveau der Waren), und diese wiederum durch das Verhältnis von Geldmenge und von Warenmenge zu begründen dachte und eine Entwertung des Geldes,

resp. seiner Kaufkraft durch übermäßige Geldvermehrung annahm, — war die anfangs teils zu flache, teils zu starre Auffassung vom Wesen der sog. Quantitätstheorie und vom Wesen der sog. Inflation. Indem sich deshalb der Inflationsbegriff von dem Kriterium der «Uebersättigung des Marktes mit Papiergeld» (Cassel) zu dem der «zusätzlichen Kaufkraft» (Liefmann) entwickelte, welche in solchem Einkommen und Vermögen beruhe, das nicht im ordentlichen Tauschverkehr entstanden sei, und indem die Notenvermehrung auf diese Weise zu einem unter mehreren Anlässen der Inflation herabsank, wurde auch Cassels übermäßige Form der Quantitätstheorie, welche Notenvermehrung, Währungsverschlechterung und Sinken der Wechselkurse in eine meßbare proportionale Beziehung zu setzen sucht, verlassen, und man besann sich über Gegenargumenten an der Art von Bonn, daß die Quantitätstheorie eigentlich nur allgemein die Abhängigkeit der Kaufkraft des Geldes, des Geldwertes, vom Verhältnis der Geld- (nach obigem wohl besser Kaufkraft-) Menge und der Warenmenge konstatiert (Kellenberger und E. van Dorp.

War auf diese Weise das Wesen des Geldwerts und der Verschlechterung des Geldes festgestellt, so galt es andererseits deren Beziehung zu den Wechselkursen zu erkennen. Hier bewirkte insbesondere die veränderte Auffassung vom Geldwert eine veränderte Auffassung von der Parität: Da der Geldwert der verschiedenen Währungen nach der veränderten Auffassung abhängt von ihrer Kaufkraft, wird die Parität notwendig zur Parität des verschiedenen Kaufkraftmaßes (gemessen am Preisniveau der Waren, das als Gegenstück Beachtung fand), kurz, zur Kaufkraftparität, die begrifflich natürlich unabhängig davon ist, ob die Währungen konstant sind oder sich entwerten.

Klar war dabei ohne weiteres (was besonders Cassel zeigt und was noch Bonn unglaublich findet), daß Wechselkurse einer absolut entwerteten Währung zugehören können, wenn sie auch relativ zu andern Valuten hoch zu stehen scheinen, die in Wirklichkeit nur mehr entwertet sind.

Im übrigen wurde auf dieser Grundlage gegenüber der Zahlungsbilanztheorie hinsichtlich der Wechselkurse festgestellt: — — daß der Zahlungsbilanzbegriff wie auch der Begriff der For-

derungsbilanz mit einer Erklärung der Wechselkurse aus der Geldverschlechterung durchaus vereinbar sei, indem das inländische Preisniveau und seine Veränderung auf das (in dem Begriff der Forderungsbilanz erfaßte) Verhältnis von Ein- und Ausfuhr usw. wirke, welches wiederum in der Zahlungsbilanz, als der Bilanz der fälligen Zahlungen, seinen Ausdruck finde;
— — daß in der Tat sogar alles, was auf die Wechselkurse wirken wolle, sich schließlich als Angebot und Nachfrage auf dem Wechselmarkte bei einem bestimmten Kurse oder als das entsprechende Unterbleiben von Angebot und Nachfrage äußern und also in der Zahlungsbilanz erscheinen müsse;
— — daß aber auf diese Weise die «Zahlungsbilanz», d. h. das Verhältnis von Wechselangebot und -Nachfrage, offenbar ebensowenig wie das Verhältnis von Ein- und Ausfuhr, d. h. die Handels- resp. Forderungsbilanz, «die Ursache» der Wechselkursbewegung sei, sondern viemehr «das Mittel», mittels dessen die Ursachen ihre Wirkung auf die Wechselkurse übten;
— — daß man als eben diese «Ursachen» nun aber grundsätzlich Verschiedenes anzunehmen habe: den zufälligen Mehrimport oder Mehrexport der anarchischen Wirtschaft, das ebenso zufällige Auseinanderfallen der Zahlungstermine, also den Zufall der anarchischen Wirtschaft überhaupt, so gut, wie auch die Veränderung im Verhältnis der betreffenden Währungen durch z. B. die Verschlechterung einer Währung (welche Veränderung dann in Erscheinung zu treten haben werde etwa durch einen diesmal nicht zufälligen, sondern durch das verschobene Verhältnis zwischen Wechselkursen und inländischem Preisniveau veranlaßten Mehrimport, oder durch das Unterbleiben der Nachfrage nach Wechseln der betreffenden Währung beim alten Kurs, indem der Wechselkäufer in bezug auf das Grundgeschäft beim alten Kurs nicht mehr auf seine Rechnung komme);
— — daß diese Ursachen deswegen als grundsätzlich verschiedene zu betrachten seien, weil sie zu Wechselkursbewegungen grundsätzlich verschiedenen Charakters führten, wobei eine vom Zufall veranlaßte Wechselkursbewegung sich dadurch auszeichne, daß sie sich zum Ausgangskurs (Parikurs) zurückbewege, — eine durch Verschlechterung des Geldwertes veranlaßte Bewegung dadurch, daß sie den Ausgangskurs für die

vom Zufall veranlaßten Wechselkursbewegungen verändere;
— — daß dabei eine zufällige Bewegung sich von selber korrigiere, wobei eine künstlich vorbeugende mildernde Beeinflussung möglich sei, — während zur Verhinderung einer Abwärtsbewegung des Pari eine Einwirkung auf die Zahlungsbilanz durch Einfuhrbeschränkungen und dergleichen in keinem Fall in Frage komme, ja gegenteilig wirken könne, daß vielmehr in diesem Fall der innere Wert der Währung gesteigert werden müsse, wobei insbesondere eine Diskonterhöhung, und zwar nicht nur wegen der kreditanziehenden Wirkung auf das Ausland, sondern insbesondere wegen der Wirkung auf das Inland dienlich sei;
— — und daß schließlich das Ungenügen einer Theorie, welche mit dem «Ueberwiegen» von Wechselangebot oder -Nachfrage, resp. von Import oder Export, resp. mit einer «Passivität» der Zahlungsbilanz und Forderungsbilanz bezüglich der Wechselkurse alles zu erklären glaubt, sich auch dadurch zu erkennen gebe, daß einerseits, sobald die Wechselkurse auch nach dem Verlassen des letztbekannten Pari längere Zeit auf einem und demselben Niveau verharrten, von einem «Ueberwiegen» der Wechselnachfrage über das Angebot», also von einer Passivität der Zahlungsbilanz, bei diesem Niveau trotz der Abweichung offenbar doch nicht die Rede sei, — und daß andererseits ein «wirklicher» Mehrimport eine Passivität der Forderungsbilanz im Sinne der zahlungsbilanztheoretischen Kriegswechselkurserklärung nicht hervorzurufen vermöge und sich mit einer Bewegung des Wechselkurses direkt überhaupt nicht in Verbindung bringen lasse.

Wenn wir nun schließlich die Resultate dieser theoretischen Entwicklung mit Goschens Theorie vergleichen, zeigt sich sofort, daß Goschen schon, wenn auch nicht in ganz geklärter Form, jene zwei verschiedenen Arten der Wechselkursbewegung kennt. Das Unterscheidende ist für ihn die «Scheinbarkeit» der einen Art. Als ihre Ursache bezeichnet er die Geldentwertung, als Ursache der in diesem Sinne wirklichen Bewegungen nennt er neben Diskont, Kredit vorzüglich: das auf dem Ueberwigen der Guthaben und Verbindlichkeiten beruhende Ueberwiegen von Wechselangebot oder -Nachfrage.

Indem er so ein «Ueberwiegen» als Ursache einer wirk-

lichen Wechselkursbewegung anführt, verwechselt er nun zwar, vom Standpunkt der heutigen Theorie gesehen, Ursache und Symptom; wir brauchen darauf nicht mehr näher einzugehen. Bei genauerem Zusehen aber finden wir, daß das, was er damit nennen will, das von den Zufälligkeiten der anarchischen Wirtschaft bedingte Ueberwiegen von Wechselangebot und -Nachfrage, kurz der Zufall ist. Der weiter von ihm als Ursache einer wirklichen Bewegung angeführte Privatkredit tritt in der Theorie der von uns betrachteten Zeit zurück; den Diskont, der bei Goschen durch Kreditanziehung wirkliche Bewegungen verursacht, fanden wir in der neuen Theorie insbesondere als ein Mittel, scheinbare aufzuhalten; die außergewöhnliche wirkliche Bewegungen verursachenden außerordentlichen Ereignisse Goschens schließlich haben auch in der heutigen Darstellung ihre Parallele (vgl. Kellenbergers Schilderung der amerikanischen Wechselkurse bei Kriegsbeginn und deren Schilderung von Goschen für 1861).

Was Verursachung und Verlauf der zweitgenannten Bewegungsart angeht, so deckt sich Goschens Darstellung dem Sinne nach weitgehend mit der Theorie am Ende unserer Betrachtungszeit. Beide betonen die gegenüber der ersten Bewegungsart grundsätzliche Verschiedenheit dieser Bewegung, erkennen den Verlust des «alten Pari» als ihre Voraussetzung und bringen das neue, ständig sich bildende und eventuell ständig sich wieder auflösende Pari in Beziehung zu dem «natürlichen Werte» eines auf die betreffende Währung lautenden Wechsels (Goschen-Schmidt), — welcher «natürliche» Wert sich darstelle in einem Moment der Ausgeglichenheit von Wechselangebot und -Nachfrage (Goschen-Kellenberger) und entspreche dem verminderten inländischen Wert des Betrages, auf den der Wechsel laute, seiner verminderten inländischen Kaufkraft also (Goschen-Cassel). Dieser «natürliche Wert» werde sich allerdings kaum je rechnerisch erfassen lassen, weil ihn ständig die zufallveranlaßten Bewegungen der erstgenannten Art verschleierten (Goschen — z. B. E. van Dorp), — und auch, wie Goschen meint, weil in solchen Fällen «ein wachsendes Uebergewicht der Schulden» den Wert der Währungseinheit und der Wechselkurse fort und fort vermindere. In diesem Falle liegt die Sache, was sich aus Goschens Darstellung nicht klar ergibt, dann aber

natürlich so, daß dieses «wachsende Uebergewicht der Schulden» nicht den augenblicklichen Stand des «natürlichen Wertes» der Wechsel verdeckt, sondern ihn vernichtet, um einen (womöglich auch nur wieder vorübergehend bestehenden) neuen Stand des natürlichen Wertes hervorzurufen, an dem dann, solange die Verhältnisse sein Bestehen gestatten, auch dieses nicht vom Zufall, sondern von der Geldentwertung veranlaßte «Uebergewicht» der Schulden ausgeglichen ist.

So kann man also sagen, daß die neue Theorie mit jener Goschens die Prinzipien gemeinsam hat, ja wesentlich eine Besinnung auf die wechselkurstheoretische Erkenntnis jener Zeit bedeutet, daß sie aber dank der Hindernisse und Widersprüche, die sie zu überwinden hatte, die bereits in Goschens Darstellung gelegenen Konsequenzen schärfer formulierte und insbesondere für die Wechselkurse den Unterschied von Ursache und Mittel zur Verwirklichung der Ursache, sowie die Verschiedenheit der Ursachen, gemessen an ihren Wirkungen, sicherer erfaßte, — — daß sie ferner das Wesen des Pari schärfer sah und die Theorie der Paribewegung infolge Geldverschlechterung durch eine sorgsame Inflationstheorie begründete. — Und wir werden den von Goschen zu Goschen zurückgelegten Weg betrachtend, nun wohl etwas bitterlich mit der Erkenntnis schließen, daß die Wissenschaft des Volkswirtschafters wieder einmal ohne kranke Volkswirtschaften nicht gedieh.